

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

GUILHERME CUNHA PREZIBELLA

A TAXA DE JUROS NA MACROECONOMIA PÓS KEYNES

CURITIBA

2016

GUILHERME CUNHA PREZIBELLA

A TAXA DE JUROS NA MACROECONOMIA PÓS KEYNES

Monografia apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Economia, no Curso de Graduação em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Fabiano Abranches Silva Dalto

CURITIBA

2016

TERMO DE APROVAÇÃO

GUILHERME CUNHA PREZIBELLA

A TAXA DE JUROS NA MACROECONOMIA PÓS KEYNES

Monografia apresentada como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Economia, no Curso de Graduação em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. Dr. Fabiano Abranches Silva Dalto
Departamento de Economia, UFPR

Prof^a. Dra. Iara Vigo de Lima
Departamento de Economia, UFPR

Prof. Dr. José Felipe Araujo de Almeida
Departamento de Economia, UFPR

Curitiba, 04 de Janeiro de 2017.

Aos meus pais e irmão.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a minha família, amigos e duloxetine 60mg pelo suporte. Também ao professor Fabiano Abranches Silva Dalto e aos professores do colegiado reunido em 21/12/2016, sem aos quais esta monografia não seria possível.

RESUMO

Neste trabalho desenvolve-se uma narrativa histórica da percepção da taxa de juros nas principais escolas do pensamento econômico surgidas ao longo do século XX, passando pela visão de John Maynard Keynes, comparativamente aos economistas a qual este chamava de “clássicos”; as escolas monetarista e novo clássica como regresso aos tempos pré-keynesianos, e as chamadas sínteses que surgiram entre o pensamento keynesiano e neoclássico. Por fim, termina-se com um relato empírico baseado em dois trabalhos, o primeiro a respeito de efeitos da política monetária sobre a inflação e a comum falta de correlação entre ambas, em contradição com o pensamento moderno, e a segunda, crítica acerca da literatura envolvendo a chamada “contração fiscal expansionista”, a qual o crescimento econômico dos EUA na década de 90 é atribuída em grande parte a uma contração dos gastos públicos. Tal método é oportuno para demonstrar os papéis da taxa de juros ao longo da era contemporânea e discutir através de casos atuais suas principais vertentes teóricas na academia.

Palavras-chave: Taxa de juros. Macroeconomia. História do pensamento econômico.

ABSTRACT

In this paper, we develop a historical narrative of the perception about the interest rate in the main schools of economic thought that emerged throughout the 20th century, passing through the vision of John Maynard Keynes compared to the economists he called "classics", the monetarist and new classical schools as a return to pre-Keynesian times, and the so-called syntheses that emerged between Keynesian and neoclassical thought. Finally, an empirical report based on two different works, the first one on the effects of the monetary policy on inflation and the common lack of correlation between both, in contradiction with modern thought, and the second on critical thinking about the literature surrounding the so-called "expansionary fiscal retrenchment", in which US economic growth in the 1990s is largely attributed to a contraction of public spending. Such a method is opportune to demonstrate the interest rate roles throughout the contemporary era and to discuss through current cases their main theoretical strands in the academy.

Key-words: Interest rates. Macroeconomics. History of economic thought.

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – TAXA DE JUROS E DÉFICIT DO GOVERNO (EUA).....	50
GRÁFICO 2 – TAXA DE JUROS NOMINAL NORTE AMERICANA	51
GRÁFICO 3 – TAXA DE JUROS REAL NORTE AMERICANA	52
GRÁFICO 4 – TAXA DE JUROS REAL E INVESTIMENTO (EUA)	54
GRÁFICO 5 – TAXA DE JUROS REAL E INVESTIMENTO APÓS 1990 (EUA)	54
GRÁFICO 6 – TAXA DE JUROS DE CURTO E LONGO PRAZOS (EUA).....	56

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – ESCOLAS DE PENSAMENTO E A TAXA DE JUROS	41
TABELA 2 – RÁPIDO CRESCIMENTO DE OFERTA MONETÁRIA (M2) E ALTA INFLAÇÃO	44
TABELA 3 - RÁPIDO CRESCIMENTO DE OFERTA MONETÁRIA (M2) E INFLAÇÃO MODERADA/ALTA	45
TABELA 4 - RÁPIDO CRESCIMENTO DA DÍVIDA DO GOVERNO E ALTA INFLAÇÃO	46
TABELA 5 - RÁPIDO DECLÍNIO DA TAXA DE JUROS E ALTA INFLAÇÃO	47

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	11
1.1	CONTEXTO E PROBLEMA	11
1.2	JUSTIFICATIVA.....	12
1.3	OBJETIVOS	12
1.4	METODOLOGIA.....	12
2	KEYNES E OS CLÁSSICOS	14
3	CONTRARREVOLUÇÃO E NEOLIBERALISMO	26
3.1	A ESCOLA MONETARISTA.....	27
3.2	A ESCOLA NOVO-CLÁSSICA	31
3.3	SÍNTESE NEOCLÁSSICA E OS NOVOS KEYNESIANOS.....	36
3.4	TAXA DE JUROS EM RESUMO	40
4	EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS E O DEBATE MODERNO EM TORNO DA TAXA DE JUROS	42
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	58
	REFERÊNCIAS	60

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTO E PROBLEMA

Muito se discute nos meios acadêmicos as relações de causa-efeito de diversas variáveis e como estas se desempenham no sistema macroeconômico. No mundo contemporâneo, a taxa de juros se encontra atrelada a ideias e relações teóricas desenvolvidas nas últimas décadas do século XX, muitas das quais não encontram correspondência sólida nos testes empíricos (SERRANO; BRAGA, 2006). Sendo uma variável de grande amplitude de conceitos e definições ao longo da história, a taxa de juros proporciona uma ótica interessante na compreensão entre as diferentes correntes e escolas do pensamento econômico.

Começando pelos primeiros economistas após Adam Smith, a taxa de juros se revelava como uma recompensa real a abstenção do consumo. Sendo a esquematização da economia feita através de curvas de oferta dependentes apenas de capital e trabalho, numa economia fechada, e o consumo uma função do produto estabelecida pela Lei de Say, os clássicos concluíam uma relação de igualdade entre poupança e investimento, ambas funções da taxa de juros, como identidade essencial a capacidade auto equilibrante dos mercados, e a taxa a atribuição de preço equilibrador geral.

Sem mudanças significantes no surgimento das teorias marginalistas de Menger, Walras e Jevons, a interpretação da taxa de juros somente sofreria uma reviravolta expressiva com o trabalho de John Maynard Keynes e o subsequente desenvolvimento da revolução keynesiana. A princípio a taxa de juros perde seu carácter equilibrador e se transforma numa variável muito mais suscetível as nuances psicológicas dos mercados, bem como a convenções as quais instituições como os bancos centrais estão inseridas.

Não obstante, é a partir dos primeiros trabalhos interpretativos da Teoria Geral do Emprego, Juro e Moeda, que surgem também as primeiras divergências entre keynesianos. O lado que viria a se tornar parte da aceitação geral dentro da academia, conhecida como síntese neoclássica, demonstrava através do sistema IS-LM uma taxa de juros que volta ao seu carácter equilibrador, desta vez como variável monetária, equilibrante dos mercados de bens e serviços. Sob

a crítica de reduzir o papel da incerteza na economia, a síntese será negada pelo que serão os economistas fundadores da escola Pós-Keynesiana, a qual manterão em suas teorias uma taxa de juros mais compatível com as raízes da Teoria Geral, com aspectos institucionais e decisões permeadas de convenções e incerteza.

Os desenvolvimentos elaborados a partir da década de 40 até o fim do século XX, oscilarão entre os conceitos clássicos de taxa de juros como um preço equilibrador da economia e conceitos keynesianos, mas com o importante adendo de que o keynesianismo elevado ao mainstream da academia seria o da síntese neoclássica, a qual também definia um papel equilibrador a taxa de juros.

1.2 JUSTIFICATIVA

O trabalho se justifica pela usual discrepância encontrada entre conceitos e relações consideradas fundamentais a taxa de juros e a falta de correspondência destas com dados reais da economia. Através da explicitação das teorias e sua comparação com os testes empíricos é possível retirar algumas conclusões sobre a taxa de juros e seu papel na política monetária moderna.

1.3 OBJETIVOS

Explicitar os principais desenvolvimentos teóricos na ciência econômica, de Keynes até o fim do século XX, e inferir de trabalhos empíricos qual a aproximação dos resultados atingidos com as previsões destas escolas de pensamento no tocante a taxa de juros.

1.4 METODOLOGIA

Utiliza-se uma abordagem teórico-histórica ao longo dos dois primeiros capítulos após esta introdução, com objetivo de denotar as diferenças entre as teorias analisadas e entre suas conclusões em comparação aos resultados empíricos demonstrados no penúltimo capítulo. Assim, temos que o Capítulo 2 deste trabalho se dedicará a aprofundar a visão da taxa de juros demonstrada na *Teoria Geral* de Keynes em contraposição às teorias clássicas dos juros,

mantendo a tradição pós-keynesiana de interpretação desta obra. O Capítulo 3 fará um panorama das principais escolas de pensamento surgidas após Keynes, já citadas nesta introdução. No Capítulo 4 serão demonstrados dois trabalhos empíricos (VAGUE, 2016 e SERRANO; BRAGA, 2017) no que concerne a relação de política monetária, inflação e taxa de juros no mundo moderno, servindo de ótimas plataformas para verificar a perspectiva de taxa de juros pós-keynesiana em relação às teorias explícitas no Capítulo 3. Finalmente, no Capítulo 5, abstraem-se algumas conclusões e observações acerca do tema.

2 KEYNES E OS CLÁSSICOS

Com o final do século XIX, o desenvolvimento da teoria econômica nos moldes dos livres mercados se encontrava a todo vapor, o mundo se via alicerçado num sistema econômico em que o padrão-ouro e o laissez-faire eram seus pilares e a teoria clássica colocava a taxa de juros como um preço fundamental em seu sistema de equilíbrio dos mercados. É provável, porém, que nenhum dos grandes choques a tal doutrina político-econômica, como as duas grandes guerras, trariam mudanças tão significativas se em 1936, John Maynard Keynes não tivesse lançado *A Teoria Geral do Emprego, Juro e Moeda* e consequentemente alterado a visão de muitos dos seus colegas economistas e políticos sobre o papel do Estado

Contudo, é fortuito esquematizar o pensamento econômico anterior e contemporâneo a Keynes, para entender quais eram os paradigmas da ciência até então. Para isso faz-se necessário uma rápida introdução, sobre os primórdios da economia como objeto de estudo, particularmente como o estudo de um sistema fechado de relações sociais e as consequências desta visão sobre o desenvolvimento das teorias clássicas do juros. Nota-se que neste trabalho será usada a rotulação “clássicos” à maneira keynesiana, incluindo assim as correntes clássicas e neoclássicas do entendimento tradicional de história do pensamento econômico.

Também é importante ressaltar que ao englobar tantos pensadores e escolas diferentes em um mesmo rótulo corre-se o risco de tratá-los com injustiça, por isso se deixa claro que o conteúdo dos próximos parágrafos referentes aos “clássicos” nada mais é do que um resumo artificial, porém convencionalmente aceito em propósitos de comparação, do que era um corpo de estudo deveras complexo e diverso (SNOWDON; VANE, 2005).

Tendo isso em mente, denota-se nas teorias clássicas vários pontos em comum relacionados ao sistema econômico como um sistema auto equilibrante, de lógica autônoma dentro da esfera da sociedade, excluindo assim fatores como cultura, costumes, religião e política (CARVALHO, 1999). Maior atenção a este último item,

Classical economists were well aware that a capitalist market economy could deviate from its equilibrium level of output and employment. However, they believed that such disturbances would be temporary and very short-lived. Their collective view was that the market mechanism would operate relatively quickly and efficiently to restore full employment equilibrium. If the classical economic analysis was correct, then government intervention, in the form of activist stabilization policies, would be neither necessary nor desirable. (SNOWDON; VANE, 2005, p. 37).

Em um sistema auto regulável, fatores externos só poderiam perturbar o andar do processo. As teorias clássicas não apresentavam grandes diferenças quanto a este aspecto em relação ao Estado. Intervenção só poderia significar distúrbio, não equilíbrio. A taxa de juros clássica será uma variável endógena e central no sistema, cumprindo um papel de suma importância neste carácter regulador/equilibrador ao garantir a não ocorrência de deficiências na demanda agregada.

Em geral, pela suposição de cinco principais hipóteses, os clássicos derivavam suas teorias e visão do sistema capitalista, lembrando novamente que aqui se definem os clássicos a maneira de Keynes. Os autores Snowdon e Vane (2005) as sintetizam da seguinte maneira (tradução nossa):

1. Todos os agentes econômicos (empresas e famílias) são racionais e visam maximizar seus lucros ou utilidade; Além de não sofrerem ilusão monetária;
2. Todos os mercados são perfeitamente competitivos, de modo que os agentes decidem quanto comprar e vender com base em determinado conjunto de preços perfeitamente flexíveis;
3. Todos os agentes têm conhecimento perfeito das condições e preços de mercado antes de se engajarem em atividades comerciais (trocas);
4. Trocas comerciais só vêm a acontecer quando os preços de equilíbrio foram estabelecidos em todos os mercados, sendo estes assegurados por um leiloeiro walrasiano fictício cuja presença impede o comércio falso (a preços fora do de equilíbrio);
5. Os agentes têm expectativas estáveis.

Através destes pressupostos, os clássicos garantiam mercados sempre em equilíbrio em seus modelos teóricos. A taxa de juros por sua vez será uma consequência da maneira de se conceituar o juro e da Lei de Say, a qual determina que a oferta cria sua própria demanda. Em poucas palavras, a ideia

do economista francês Jean-Baptiste Say era que o trabalhador só iria ofertar trabalho para obter renda, o que seria então usada para consumir parte do produto agregado. Nas palavras do mesmo “A product is no sooner created, than it, from that instant, affords a market for other products to the full extent of its own value ... the mere circumstance of the creation of one product immediately opens a vent for other products.” (SAY, 1821, citado por SNOWDON; VANE, 2005, p. 46).

Denota-se uma importância a oferta agregada que não continuará por todo o período clássico, porém a esquematização dos papéis do investimento e principalmente da poupança serão centrais essas teorias e nos argumentos keynesianos de contraposição.

O papel crucial da taxa de juros nos modelos clássicos é referente a estabilização da demanda agregada. Ao dividir a economia entre dois setores, firmas e famílias, tem-se que o total do Gasto agregado pode ser dividido entre Consumo (por parte das famílias) e Investimento (por parte das firmas). No tocante a produção e a Lei de Say, pode-se então igualar Gasto agregado e Produto agregado.

Com o princípio que famílias não gastam toda a sua renda automaticamente, pode-se inferir que a poupança será a diferença entre o Produto e o Consumo. A partir dessas duas igualdades pode-se chegar a identidade central aos modelos clássicos, a qual Keynes será um grande opositor as conclusões da qual dela se derivam, em que a Poupança é igual ao Investimento. Algebricamente:

$$Gasto = Consumo + Investimento = Produto$$

$$Produto - Consumo = Poupança$$

Assim,

$$Investimento = Poupança$$

A partir da identidade investimento/poupança, pode-se entender a percepção clássica do ajuste das demandas e o papel da taxa de juros, mas só a partir da maneira em que os economistas entendiam por juros em si. A conceituação muito bem compartilhada era que a taxa de juros era uma recompensa real sobre a abstinência, o não-consumo, ou seja, a poupança.

Logo, temos as variáveis da identidade são ambas funções da taxa de juros, em que há uma relação negativa com a primeira e positiva com a segunda,

The flow of saving therefore represents a supply of loanable funds in the capital market. Since household saving responds positively to the rate of interest ($\Delta S/\Delta r > 0$), household consumption must be negatively related to the rate of interest ($\Delta C/\Delta r < 0$). Investment expenditure on capital goods is negatively related to the rate of interest in the classical model ($\Delta I/\Delta r < 0$) and represents a demand for loanable funds in the capital market. Investment spending by firms can only be justified if the expected rate of return from the expenditure is greater than, or at least equal to, the cost of acquiring the funds used to purchase the capital goods (SNOWDON; VANE, 2005, p. 47).

Concluindo, nas teorias clássicas observa-se uma taxa de juros a qual emerge das forças fundamentais da produtividade e abstinência, atuando endogenamente ao sistema como um ponto convergente entre a demanda e a oferta de fundos emprestáveis, garantindo, assim, uma demanda agregada nunca deficiente. Esta será a visão a qual Keynes renunciará com veemência e uma das razões pela qual o mesmo será visto como um grande ponto de inflexão dentro da teoria econômica. A taxa de juros keynesiana admitirá doses de subjetividade e psicologia em níveis muito maiores do que a ciência do sistema fechado de Smith o tinha feito até então, e a poupança, um papel muito menor no esquema teórico do funcionamento capitalista. Ressaltando-se também, o papel das convenções e do Estado como formadores da taxa de juros básica, que no mundo moderno é ditada pelos Bancos centrais, denotando-se fatores institucionais como centrais a definição da taxa de juros de curto prazo.

Como mostrado anteriormente, um paradigma comum às teorias clássicas era que o Estado tinha pouca influência sobre as variáveis reais da economia, a taxa de juros era definida endogenamente pelo equilíbrio da oferta de poupança e demanda por investimento, sendo vista como o retorno real sobre a abstinência ao consumo do agente econômico. Era também de suma importância no carácter não disforme da demanda agregada (SNOWDON; VANE, 2005). Para se definir a taxa de juros keynesiana, e contrapô-la aos argumentos clássicos, faz-se necessário expor elementos chave da Teoria Geral, como a preferência pela liquidez e demanda por moeda, e consequentemente as noções apresentadas de poupança, investimento e moeda em si. Sempre lembrando da importância do Estado, já que a taxa de juros básica é definida

pelo Banco Central, e como dito antes, também atrelado às convenções de mercado.

Uma primeira definição simples, porém, de impacto substancial na teoria keynesiana é a definição de moeda. Como visto anteriormente, para os clássicos a moeda nada mais era que um bem intermediário sem utilidade intrínseca, de conveniência bem aceita pela sociedade como meio de troca. A moeda era, enfim, vista como neutra, incapaz de afetar variáveis reais na economia. A visão de Keynes parte da constatação que as economias capitalistas modernas são economias monetárias de produção, na qual agentes a todo momento tomam suas decisões inseridos em um ambiente de incerteza. Este fato é importantíssimo para o entendimento do argumento keynesiano contra a neutralidade da moeda. Keynes expõe já no início da Teoria Geral que tal pressuposto percorre a mente dos economistas por toda a história da economia como ciência, e continuava impregnada nas mentes de seus contemporâneos, mesmo que sob formas diferentes.

Contemporary economists, who might hesitate to agree with Mill, do not hesitate to accept conclusions which require Mill's doctrine as their premises. The conviction, which runs, for example, through almost all Professor Pigou's work, that money makes no real difference except frictionally and that the theory of production and employment can be worked out (like Mill's) as being based on 'real' exchanges with money introduced perfunctorily in a later chapter, is the modern version of the classical tradition. Contemporary thought is still deeply steeped in the notion that if people do not spend their money in one way they will spend it in another. (KEYNES, 2003, p. 21).

A moeda, segundo Keynes, não pode ser simplesmente um bem neutro, de fato nem um bem ela é, pois dentre as decisões tomadas pelos agentes no âmbito econômico, uma de suma importância é o grau de liquidez em que estes desejam manter a sua riqueza, e esta está diretamente relacionada ao que os agentes têm por expectativas em relação ao futuro da economia, nunca esquecendo que a incerteza permeia o futuro. A moeda é objetivamente o bem de maior liquidez na economia, de fato a moeda é o único bem de total conversibilidade e liquidez máxima, característica garantida pelo Estado, nas palavras de Wray (2006) “O estado garante a aceitabilidade geral do dinheiro que ele emite ao aceitar recebê-lo como pagamento pelos impostos. Condição

suficiente para que o dinheiro de estado seja aceito é, portanto, que os impostos sejam de fato obrigatórios”.

As decisões relacionadas a reter mais ou menos riqueza sob forma de moeda, manter-se mais ou menos líquido, terão resultados inseparáveis no que tange variáveis reais da economia pois, por exemplo, um empresário com expectativas otimistas sobre o futuro terá certamente *preferência pela liquidez* menor (reter menos riqueza em forma de moeda) do que se tais expectativas fossem pessimistas, e será assim certamente mais propenso a investir. Esse processo no agregado macroeconômico, sendo as expectativas sujeitas às convenções do mercado (MELLO & CHILIATTO-LEITE, 2011), tende a influenciar a economia a ciclos expansivos ou depressivos, no caso de expectativas otimistas ou pessimistas.

Vê-se que na análise keynesiana a moeda, inseparável ao conceito de preferência por liquidez, não somente não é um bem neutro, mas é um ativo capaz de encerrar nele mesmo a expectativa dos agentes sobre o futuro da economia, e assim, ter influência endógena no sistema econômico. Resumindo em poucas palavras, a moeda não é neutra pois as decisões sobre reter a riqueza mais ou menos líquida terão consequência direta sobre o investimento e, portanto, do emprego e da renda.

Com tais conceitos estabelecidos, tem-se que o conceito keynesiano da taxa de juros será a liga fundamental para a igualdade entre preferência por liquidez e demanda por moeda.

[...] the quantity of money is the other factor, which, in conjunction with liquidity-preference, determines the actual rate of interest in given circumstances. Liquidity-preference is a potentiality or functional tendency, which fixes the quantity of money which the public will hold when the rate of interest is given; so that if r is the rate of interest, M the quantity of money and L the function of liquidity-preference, we have $M = L(r)$. This is where, and how, the quantity of money enters into the economic scheme. (KEYNES, 2003, pg 107).

Para Keynes o agente encara duas decisões distintas em suas preferências temporais, a primeira a que o autor chama de *propensão a consumir*, a qual se define pela escolha entre consumir ou poupar dada uma certa renda, e a segunda, já discutida neste texto, a *preferência pela liquidez*. A questão principal para Keynes no que concerne a visão clássica e porque ele a

considera errônea, é que a mesma extrai sua teoria da taxa de juros do primeiro tipo de decisão do agente, a propensão a consumir, invés da segunda,

We shall find that the mistake in the accepted theories of the rate of interest lies in their attempting to derive the rate of interest from the first of these two constituents of psychological time-preference [*propensão a consumir*] to the neglect of the second [*preferência pela liquidez*]; and it is this neglect which we must endeavour to repair. (KEYNES, 2003, pg 107).

Justamente por ressaltarem a oferta de poupança, ou o quanto os agentes estão propensos a poupar, como a rota principal de análise, Keynes considera que a teoria clássica da taxa de juros se torna incoerente, pois esta acaba definindo a taxa como um retorno à renda poupada, quando não necessariamente há retornos quando se poupa.

It should be obvious that the rate of interest cannot be a return to saving or waiting as such. For if a man hoards his savings in cash, he earns no interest, though he saves just as much as before. On the contrary, the mere definition of the rate of interest tells us in so many words that the rate of interest is the reward for parting with liquidity for a specified period. For the rate of interest is, in itself, nothing more than the inverse proportion between a sum of money and what can be obtained for parting with control over the money in exchange for a debt for a stated period of time. (KEYNES, 2003, p. 107).

Evidencia-se assim para o autor que, por conceito, a taxa de juros só pode ser considerada um retorno pela abstinência à liquidez, não simplesmente ao consumo. É a forma, não o grau, a qual o agente se abstém do consumo, que influi sobre a taxa de juros. Em resumo, é a preferência pela liquidez o fator chave. E como apresentado anteriormente, esta está sujeita às convenções e psicologia do mercado (MELLO; CHILIATTO-LEITE, 2011).

A negação da poupança macroeconômica como formadora da taxa de juros está no cerne da discussão keynesiana e aprofundar-se na teoria do juros de Keynes significa entender os fatores determinantes para esta negação, pois são os mesmos fundamentos.

Com esta ideia clara em mente, pode-se finalmente desenvolver melhor a visão keynesiana da taxa de juros e do sistema financeiro, através dos conceitos a qual o autor chamava de *finance* e *funding*. Retornando ao conceito de preferência pela liquidez, temos os agentes a cada momento decidindo em

que forma manter sua riqueza, da maneira mais líquida, como a moeda, ou menos, ao exemplo de títulos. Partindo da esfera empresarial, temos o investimento como a variável central nas decisões envolvendo liquidez, quanto maior o otimismo em relação a suas expectativas de mercado, menos líquido o empresário se aceitará e, portanto, mais propenso a investir. O *finance* e o *funding* serão, assim, conceitos relacionados a um problema dual a qual o empresário enfrentará ao investir: Como garantir dinheiro para realizar as despesas necessárias ao investimento; e como estruturar seu balanço de pagamentos de maneira a minimizar custos e riscos (CARVALHO, 2016), de maneira a fundamentar tal decisão no longo prazo (KEYNES, 1937).

Antes da explanação em si, Carvalho (2016) critica a abordagem, muito comum dentro da academia, que trata da decisão do empresariado referente ao *finance* e *funding* como uma série sequencial, em que o empresário age sobre o primeiro problema para somente em seguida resolver o segundo. O autor ressalta que a relação entre os dois é simplesmente uma de perspectiva ou dimensionalidade para o mesmo problema/decisão. Nas palavras do mesmo “*Finance and funding are therefore not different steps in the same process, they are different concepts describing specific dimensions of the same decision.*” (CARVALHO, 2016).

A maneira como garantir meios de pagamento para realizar o dispêndio necessário a tornar o investimento possível, é o primeiro problema da decisão do empresário, como financiar o investimento, ou seja, *finance*. O mesmo terá uma gama de possibilidades a concretizar sua demanda por liquidez, e vê-se aqui o porquê Keynes considera que o problema é de natureza monetária. A decisão de investir justamente gerará demanda por liquidez, e Keynes ressalta que a questão principal não é o provisionamento de crédito em si, mas a disponibilidade de depósitos para que o empreendedor possa acomodar sua liquidez, salientando a importância do desta, em detrimento da poupança, no processo do *finance* (CARVALHO, 2016).

Dinheiro pode ser emprestado de bancos. Mas o empreendedor pode vir a ter possibilidade de utilizar recursos próprios a qual também correspondem a depósitos no sistema bancário, como receitas provenientes de vendas passadas e liquidação de ativos ou mesmo o uso de títulos de dívida. Keynes, porém, salienta que isso não faz diferença ao mercado como um todo, o montante de

finance que precisa necessariamente ser alocado faz diferença apenas “(...) to the channel through which it [*finance*] reaches the entrepreneur and to the probability that some part of it may be found by the release of cash on the part of himself or the rest of the public.” (KEYNES, 1937, p. 664).

Carvalho (2016) faz um adendo quanto ao uso de títulos de dívida, pois o mesmo geraria queda nos preços e conseqüentemente aumento na taxa de juros em si. Assim, o autor demonstra que só há duas maneiras na teoria de Keynes de se satisfazer a demanda por dinheiro sem resultar em nenhuma pressão às taxas de juros.

Thus, there are really only two sources to satisfy the finance demand for money without putting any pressure on the interest rate: (i) existing deposits generated by, for instance, past cash receipts; or (ii) borrowing from banks. In any case, satisfying the finance demand for money does not imply anything different from satisfying any other demand for money, either for transactions, precaution or speculation. Like the other three motives to demand money, the finance motive also works as if the amount of money in circulation was a revolving fund. (CARVALHO, 2016, p. 7).

Denota-se ao final do parágrafo o aspecto principal da demanda por dinheiro/liquidez, tão importante a decisão do empresariado em investir. O autor continua,

To repeat once more, money demand refers to money held in advance of an intended purchase (be it the purchase of goods and services or of financial assets or of investment goods). The demand for money is extinguished when the time comes to conclude the process by actually making the purchase and paying for it. When money is spent (and, therefore, when money demand for that reason becomes zero), that amount of means of payment becomes available to be held by somebody else in advance of some other purchase. It works like a revolving fund, where money spent can now be used by somebody else to make a purchase as long as the value of the latter is the same as the value of the former. (CARVALHO, 2016, p. 7).

Ou seja, fica evidente que o carácter de funcionamento da demanda por moeda é a de um fundo rotativo, e com o *finance* isso não é diferente. A conclusão fundamental para Keynes é que o *finance*, ou como já explicitado, a maneira como o empresário garante dinheiro/liquidez para seus dispêndios relacionados ao investimento, não tem relação alguma com a poupança, nem mesmo necessariamente com o fato da economia estar crescendo ou não, pois não muda a natureza do problema em questão, a qual se centra no conceito

keynesiano de demanda por moeda e preferência pela liquidez, e portanto, expectativas/psicologia dos mercados (CARVALHO, 2016). Nas palavras do próprio Keynes,

The demand for liquidity can be divided between what we may call the active demand which depends on the actual and planned scales of activity, and the inactive demand which depends on the state of confidence of the inactive holder of claims and assets; whilst the supply depends on the terms on which the banks are prepared to become more or less liquid. [...] The point remains, however, that the transition from a lower to a higher scale of activity involves an increased demand for liquid resources which cannot be met without a rise in the rate of interest, unless the banks are ready to lend more cash or the rest of the public to release more cash at the existing rate of interest. If there is no change in the liquidity position, the public can save ex-ante and ex-post and ex-anything-else until they are blue in the face, without alleviating the problem in the least - unless, indeed, the result of their efforts is to lower the scale of activity to what it was before. (KEYNES, 1937, p. 668 citado por CARVALHO, 2016, p. 8).

O conceito de *finance* ajuda, portanto, esclarecer o fato que a taxa de juros não dependerá de uma oferta de poupança relacionada a uma demanda por investimentos, como acreditavam os clássicos, mas será um fenômeno estritamente monetário relacionado a esfera de circulação de riqueza (MELLO; CHILIATTO-LEITE, 2011).

Sobre a outra dimensão da decisão do empresário, o *funding*, tem-se que o mesmo além de garantir o *finance* também precisa garantir que a estrutura de seu passivo esteja de acordo com a aquisição de novos ativos a partir do *finance*. Como Carvalho (2016) desenvolve, o *funding* nada mais é do que a estruturação da balança de pagamentos de acordo com as novas decisões do empresário relacionadas ao investimento, uma questão de planejar as obrigações para que sejam condizentes com a quantidade de receita esperada pelas novas aquisições do lado do ativo.

De acordo com Minsky (1976 citado por Carvalho, 2016), esta é a maior aposta especulativa que o investidor pode fazer. O autor enfatiza o *funding* muito mais do que o próprio Keynes e propõe um modelo de preferência por liquidez mais robusto, levando em conta que um agente deve considerar não somente as propriedades do seu ativo, mas também se preocupar com a extensão com que suas entradas, geradas no ativo, tem correspondência com as suas saídas no passivo, para assim considerar sua verdadeira condição de liquidez. Esta que,

num futuro incerto, pode ser necessária para cumprir com as obrigações do passivo caso o humor da economia mude para pior.

Minsky considera a preferência por liquidez importantíssima na discussão do *funding* justamente pelo argumento da liquidez como *margem de segurança* em relação aos ciclos econômicos, o que é o núcleo de seu modelo de fragilidade financeira (CARVALHO, 2016). Quanto piores forem as expectativas quanto ao futuro, maior será essa margem no balanço do empreendedor, funcionando como seu espaço de manobra para tempos de adversidade econômica. Sobre o *funding*, o autor ainda enfatiza, “Again, it is not a question of saving or saving propensities. The concern with funding is the concern with how liabilities are structured, how do they match assets, in terms of maturities and cash flows, and how margins of safety are maintained.” (CARVALHO, 2016, p. 10).

Para Carvalho (2016), a consideração explícita do passivo por Minsky fortalece o argumento keynesiano, já que cumprir com as obrigações é uma forte justificativa para manter reservas líquidas. Mais um argumento contundente para a visão das taxas de juros como uma variável dependente do grau de liquidez da riqueza, um reflexo das preferências por liquidez dos agentes na sociedade, sejam eles demandantes ou ofertantes de moeda, demandantes ou fornecedores de *finance*, e tomadores de decisões sobre o *funding*. (MELLO; CHILIATTO-LEITE, 2011).

Finalmente, tendo os conceitos de preferência por liquidez, bem como sua diferença de função com a propensão a poupar, e demanda por moeda definidos, e precisado ainda o papel do empresário no sistema financeiro, a taxa de juros keynesiana se molda como variável monetária, altamente sujeita a convenções, expectativas e psicologia dos mercados. Destaca-se o fato que, como explicitado anteriormente, a taxa de juros depende da preferência pela liquidez dos agentes, que por sua vez depende de convenções dos mercados, estas que incluem expectativas sobre a própria taxa de juros.

Considerando, então, a taxa como também uma variável chave na visão expectacional do agente, extrai-se da teoria keynesiana um esquema de atuação conhecido como *bulls* e *bears*, onde demonstra-se a divergência ou convergência de opiniões acerca das futuras taxas de juros como forças pressionárias, altistas ou baixistas, sobre a taxa de juros presente,

A cada instante os agentes decidem sobre a forma de renovação do seu estoque de riqueza, de modo que alocá-lo em moeda ou títulos depende do que se espera da trajetória das taxas de juros no tempo. Assim, caso as opiniões dos detentores de riqueza sejam divergentes acerca dos juros no futuro, haveria equilíbrio nas decisões de posse de títulos e moeda. Porém, caso as opiniões sejam convergentes, essa polarização pressiona os preços dos títulos e as taxas de juros. [...]o que significa que, caso as opiniões sejam altistas sobre os preços dos títulos, ou expectativa de baixa dos juros, a polarização de opinião *bull* se manifesta em menor preferência pela liquidez e reduz os juros. Por outro lado, a polarização contrária, em *bear*, reflete maior preferência por liquidez e alta nos juros. Dessa forma, a taxa de juros fica vulnerável às convenções estabelecidas pelos agentes sobre o futuro. (MELLO; CHILIATTO-LEITE, 2011, p. 12).

Denota-se que a taxa de juros keynesiana é uma variável de carácter muito mais complexo do que na concepção clássica, pelo menos do ponto de vista da previsibilidade e capacidade desta em ser um ponto de convergência no funcionamento da economia. Como visto no início do capítulo, a ciência econômica surgiu sob a hipótese de um sistema fechado e equilibrador, sem a necessidade de intervenções externas, tendo a taxa de juros como um forte mecanismo interno garantidor deste funcionamento. Com Keynes, tais concepções seriam destroçadas e a noção de taxa de juros transformada em algo muito mais subjetivo, suscetível a convenções e expectativas, de difícil matematização ou qualquer tipo de ferramental determinístico, afinal, o futuro era incerto.

Os conceitos clássicos, porém, não morreriam e enquanto muitos preceitos keynesianos dominavam os meios acadêmicos (embora muitos já agregados a preceitos clássicos), as ideias de Wicksell, Pigou e Fisher, que ficaram sob o pano de fundo da academia, agora já mais robustas e sob novos trajes teóricos, retornarão ao palco principal em meio aos novos cenários políticos dos países centrais.

3 CONTRARREVOLUÇÃO E NEOLIBERALISMO

Tentar explicar a derrocada do keynesianismo da síntese neoclássica como pensamento mainstream nas universidades pode ser difícil, pois o debate que ocorrerá nas décadas de 60 e 70 não terá um vencedor claro, pelo menos não dentro da academia. Ao contrário, na política, tem-se a eleição de Margaret Thatcher no reino Unido e de Ronald Reagan nos EUA, ambos de pensamento liberal que propiciarão aos acadêmicos defensores dos livres mercados um ambiente mais fértil as suas ideias. Neste contexto, a escola de pensamento Monetarista será a maior oponente do keynesianismo, e subsequentemente a escola Novo-Clássica, ou Monetarista tipo II, terminará por solidificar a volta do estilo clássico de metodologia e teoria, onde a taxa de juros volta a ser uma variável de carácter equilibrador e endógeno.

Um adendo importante aos principais elementos deste debate, do lado Keynesiano, é que a teoria como proposta por Keynes na Teoria Geral já tinha percorrido um longo caminho na percepção de muitos acadêmicos, e esta já não era mais a mesma a muitos dos economistas conhecidos como seguidores dos ensinamentos de Keynes. Como exemplificado no embate Cambridge versus Cambridge, entre keynesianos britânicos e norte-americanos, nomes chaves do Keynesianismo do período discordavam entre si sobre questões centrais a própria análise keynesiana, onde os primeiros viam os segundos como deturpadores ou promovedores de uma “bastardização” da obra de Keynes e os segundos viam os primeiros como fundamentalistas, nas palavras do norte-americano Samuelson (1983, citado por SNOWDON; VANE, 2005), os britânicos “were still frozen in the Model T version of his [Keynes] system”.

A escola Pós-Keynesiana que viria se considerar a real seguidora de Keynes, por não ignorar ou diminuir a importância de elementos fundamentais a Teoria Geral como o papel da incerteza na tomada de decisão dos agentes econômicos, sem dúvida rejeitaria os preceitos desta chamada síntese neoclássica originada neste período. Síntese esta que terá seu papel nos debates com o monetarismo e aos rumos da política econômica neoliberal ao longo das próximas décadas de 80, 90 e 2000, com aparecimento de uma nova síntese, a escola Novo Keynesiana.

3.1 A ESCOLA MONETARISTA

O outro lado do debate, enfim, teve como seu maior proponente o economista Milton Friedman, a qual trará de volta uma taxa de juros com função equilibradora na economia e conceitos clássicos sob uma nova formalização teórica, principalmente no que concerne a Teoria Quantitativa da Moeda. Esta é, segundo Mark Blaug (1995), “the oldest surviving theory in economics”, tendo suas origens traçadas há mais de 300 anos, desde John Locke, David Hume e, já melhor formalizada então por, David Ricardo. A teoria basicamente resulta da dicotomia hipotética entre variáveis reais e nominais dos modelos clássicos e passou pelo desenvolvimento de vários outros economistas, como Wickisell, Fisher, Pigou, Marshall e mesmo Keynes, antes de rejeitá-la por completo.

A TQM é a formalização, portanto, das variáveis monetárias ou nominais na economia. A teoria demonstra a relação entre quantidade de moeda e nível de preços, lembrando que nenhuma terá relação com variáveis reais como produto e emprego. Friedman tornará a TQM em uma teoria de demanda por moeda, tornando a teoria monetarista diferente à keynesiana em três aspectos,

Although Patinkin (1969) has suggested that Friedman’s restatement should be regarded as an extension of Keynesian analysis, there are three important differences worth highlighting. First, Friedman’s analysis of the demand for money can be regarded as an application of his permanent income theory of consumption to the demand for a particular asset. Second, he introduced the expected rate of inflation as a potentially important variable into the demand for money function. Third, he asserted that the demand for money was a stable function of a limited number of variables. (SNOWDON; VANE, 2005, p. 167).

Demonstra-se que uma variável de extrema importância ao pensamento monetarista é a inflação, cuja expectativa faz parte da própria função de demanda por moeda. Quanto à taxa de juros, os trabalhos empíricos iniciais de Friedman atestavam que esta seria insignificante em relação a função estudada, porém, as várias contestações do lado keynesiano, principalmente de James Tobin, fizeram o autor admitir a significância estatística e econômica entre as duas variáveis, tornando o modelo monetarista menos “clássico” e mais de acordo com a modelização IS-LM keynesiana da década de 60, onde a curva LM não é totalmente inelástica (SNOWDON; VANE, 2005).

Não obstante, o economista de tradição chicaguista tinha outros mecanismos teóricos a tornar o sistema capitalista auto equilibrante e a taxa de juros, assim como nos clássicos, era um fator importante nesta questão. Primeiramente, Friedman introduz o conceito de taxa natural de desemprego, que deve ser interpretada como,

The "natural rate of unemployment," in other words, is the level that would be ground out by the Walrasian system of general equilibrium equations, provided there is imbedded in them the actual structural characteristics of the labor and commodity markets, including market imperfections, stochastic variability in demands and supplies, the cost of gathering information about job vacancies and labor availabilities, the costs of mobility, and so on. (FRIEDMAN, 1968, p. 8)

Isto implica que a única maneira de governos conseguirem diminuir o nível de desemprego, sem causar inflação, é aperfeiçoar as estruturas e o funcionamento do mercado de trabalho e da indústria (SNOWDON; VANE, 2005), o que ficou conhecido como *supply-side economics*. Segundo Friedman e os monetaristas, quando o governo intervém no emprego através de políticas voltadas ao estímulo da demanda agregada, como uma política monetária, buscando assim um nível de desemprego abaixo do natural, ele conseguirá aumentar renda e consumo à maneira keynesiana, porém apenas no curto prazo, pois,

[...] selling prices of products typically respond to an unanticipated rise in nominal demand faster than prices of factors of production, real wages received have gone down-though real wages anticipated by employees went up, since employees implicitly evaluated the wages offered at the earlier price level. Indeed, the simultaneous fall ex post in real wages to employers and rise ex ante in real wages to employees is what enabled employment to increase. But the decline ex post in real wages will soon come to affect anticipations. Employees will start to reckon on rising prices of the things they buy and to demand higher nominal wages for the future. "Market" unemployment is below the "natural" level. There is an excess demand for labor so real wages will tend to rise toward their initial level. (FRIEDMAN, 1968, p. 10)

Assim, essa reversão final dos salários reais aos níveis anteriores também levarão a um aumento do desemprego a níveis *ex-ante* da política econômica. A questão é que, através do conceito de expectativas adaptativas, a economia só seria mantida nestes níveis de desemprego, se o crescimento monetário fosse cada vez maior, superando a cada momento a expectativa do

trabalhador em relação à inflação. É através desta dupla hipotética, taxa natural de desemprego e expectativas adaptativas, que Friedman consegue pôr em xeque, pelo menos em teoria, a capacidade e eficácia da política monetária em estabilizar a economia, no que ficou conhecido como hipótese aceleracionista (SNOWDON; VANE, 2005).

Constroem-se desta maneira, os fundamentos para uma taxa de juros clássica, na medida em que se mostra como uma variável real e endógena ao sistema, de carácter equilibrador. Friedman usará o termo “natural” para a taxa de juros de equilíbrio do mercado financeiro, assim como o fez analogamente ao mercado de trabalho, e assim como fazia o economista clássico Wickisell, sua inspiração.

Em seus modelos mais complexos, num mercado aberto de câmbios flexíveis, a taxa de juros real será determinada pela oferta e demanda de diversos tipos de fundos nacionais (MUSSA, 1976 citado por SNOWDON; VANE, 2005), porém a ideia clássica de ponto convergente continua a mesma. Em modelos mais simples de câmbio flexível, a exemplo de Snowdon e Vane (2005), um aumento na quantidade de moeda,

[...] with real income fixed at its full employment or natural level, and the domestic rate of interest pegged to the world rate, the excess supply of money can only be eliminated by an increase in the domestic price level. The discrepancy between actual and desired money balances results in an increased demand for foreign goods and securities and a corresponding excess supply of domestic currency on the foreign exchange market, which causes the domestic currency to depreciate. The depreciation in the domestic currency results in an increase in the domestic price level, which in turn leads to an increased demand for money balances, and money market equilibrium is restored when actual and desired money balances are again in balance. In this simple monetary model, the nominal exchange rate depreciates in proportion to the increase in the money supply. In other words, the exchange rate is determined by relative money supplies. (SNOWDON; VANE, 2005, p. 191-192)

Se mais complexo que a esquemática da poupança e investimento das teorias clássicas, que se preocupavam mais em demonstrações e modelos em economias fechadas, a taxa de juros monetarista, a mesma maneira que no desemprego natural, não poderá ser determinada ou controlada no longo prazo. Em mundo moderno onde o Banco Central toma a responsabilidade de ditar a

taxa de juros básica, a ideia de Friedman é que tais determinações não se sustentam além de períodos efêmeros.

A medida que um Banco Central mantivesse a taxa de juros nominal abaixo da natural, a economia entraria num processo cumulativo *à la* Wicksell, a qual renda e demanda agregada cresceriam, demandando maior quantidade de moeda. Esta, porém, não aumentaria na mesma proporção que os preços, pois, nas palavras de Friedman (1968, p. 6) “[...] one man's spending is another man's income. Rising income will raise the liquidity preference schedule and the demand for loans; it may also raise prices, which would reduce the real quantity of money.”

Reduzindo a quantidade real de moeda, por efeito de inflação mais que proporcional ao crescimento monetário, a taxa de juros seria pressionada novamente acima, retornando a seus níveis anteriores. Portanto, analogamente a taxa de desemprego natural, a única maneira da autoridade monetária manter a taxa de juros abaixo da natural, seria mantendo uma política inflacionária aceleracionista.

Concluindo, Milton Friedman e os monetaristas trouxeram novamente as ideias de autorregulação dos mercados, ao mesmo tempo em que seus modelos e testes empíricos tendiam a tornar mais pesada a decisão do *policymaker* nos meandros das políticas monetárias tão usadas no início do keynesianismo IS-LM. Congruente às suas ideias que atribuía a política monetária um cunho muitas vezes desestabilizador e perigoso à economia, o prognóstico de Friedman era a de uma autoridade monetária de políticas passivas, como um plano de fundo para o resto da economia,

By setting itself a steady course and keeping to it, the monetary authority could make a major contribution to promoting economic stability. By making that course one of steady but moderate growth in the quantity of money, it would make a major contribution to avoidance of either inflation or deflation of prices. Other forces would still affect the economy, require change and adjustment, and disturb the even tenor of our ways. But steady monetary growth would provide a monetary climate favorable to the effective operation of those basic forces of enterprise, ingenuity, invention, hard work, and thrift that are the true springs of economic growth. (FRIEDMAN, 1968, p. 17)

A credibilidade de tal recomendação, porém, seria vastamente prejudicada, assim como a teoria monetarista em si, pelas crises do início da

década de 1980. O debate entre keynesianos e monetaristas perderia o centro do palco para uma nova escola de pensamento, mais robusta em termos matemáticos e totalmente atrelada aos conceitos clássicos de equilíbrio e taxa de juros, pondo até mesmo o curto prazo nas afirmações de ineficácia na política econômica e suas atribuições ao Estado.

O monetarismo trouxe a taxa de juros de volta ao centro equilibrante da economia real, à maneira clássica. A recomendação política lógica a este desenvolvimento, como já explicitado, é a não intervenção. Controlar ativamente a taxa é, segundo Friedman, uma receita para desestabilização e inflação, ideia que será ainda mais alicerçada na escola considerada sucessora do monetarismo, os Novos Clássicos. A inflação será argumento essencial a evolução do pensamento neoliberal surgido nesta época, e, portanto, também essencial a taxa de juros e a este trabalho. No capítulo 4 serão vistos alguns dos principais paradigmas monetaristas contestados pela evidência.

3.2 A ESCOLA NOVO-CLÁSSICA

A escola novo-clássica tomou forma ainda na década 70 sob um corpo monetarista de características modificadas. A principal diferença e fator essencial a denominação deste corpo teórico como uma nova escola de pensamento, é a modelização de um sistema de expectativas endógenas baseadas na hipótese de expectativas racionais de John Muth (1961), a qual até mesmo chegará a ser classificada por alguns como uma “revolução” (TAYLOR, 1989; HOOVER, 1992, citados por SNOWDON; VANE, 2005).

Tal hipótese, basicamente, encerra nela uma capacidade de modelização e matematização sem precedentes no estudo da economia até então. Em artigo de 1961, Muth justifica o raciocínio por trás da hipótese, citando duas conclusões que, segundo o autor, podem ser inferidas do estudo empírico de expectativas (tradução nossa):

1 Médias de expectativas em uma indústria são mais precisas que modelos ingênuos e tão precisas quanto sistemas de equações elaborados, mesmo que existam diferenças de opinião transversais/seccionais (*cross-section*) consideráveis.

2 Expectativas reportadas geralmente subestimam a extensão das mudanças que realmente acontecem.

A análise destes dois pontos leva o autor a sugerir uma hipótese onde as expectativas, que já são previsões acerca do futuro, sejam iguais as predições da teoria relevante ou dominante da ciência econômica,

It is sometimes argued that the assumption of rationality in economics leads to theories inconsistent with, or inadequate to explain, observed phenomena, especially changes over time (e.g., Simon [29]). Our hypothesis is based on exactly the opposite point of view: That dynamic economic models do not assume enough rationality. (MUTH, 1961, p. 316).

Nota-se que na visão do autor, e consequentemente do desenvolvimento da teoria novo-clássica, é que o pressuposto da racionalidade é um fator crucial a teorização econômica, que se mostrará fortemente na maneira “microeconômica” que os autores desta escola enxergarão a macroeconomia. Com a metodologia da microeconomia como força dominante percebe-se a partir deste período uma preocupação teórica cada vez maior pela chamada microfundamentação dos estudos macroeconômicos.

Ainda em relação as expectativas, uma definição mais precisa,

The hypothesis can be rephrased a little more precisely as follows: that expectations of firms (or, more generally, the subjective probability distribution of outcomes) tend to be distributed, for the same information set, about the prediction of the theory (or the "objective" probability distributions of outcomes). (MUTH, 1961, p. 316).

Tem-se uma hipótese que não trata as expectativas de agentes individuais como infalíveis ou que estas têm de ser necessariamente iguais entre si. Nem que o cálculo destes sejam semelhantes ao arcabouço da teoria relevante. Somente que, como explicitado pelo autor, as expectativas em geral tendem a seguir as mesmas predições da teoria, em termos de distribuições probabilísticas. Evidencia-se, portanto, uma diferença fundamental entre novos-clássicos e Keynes, pois a decisão dos agentes é uma questão de risco (distribuição probabilística), não de incerteza.

Post Keynesians argue that it is important to follow both Keynes (1921) and Knight (1933) and distinguish between situations involving risk and

situations involving uncertainty. In situations of risk the probability distribution is known. In contrast, in situations of uncertainty there is no possibility of formulating any meaningful probability distribution. Because the rational expectations hypothesis assumes that economic agents can formulate probability distributions of outcomes of various economic changes and situations, it belongs to the world of risk. In new classical models the problem of fundamental uncertainty is ignored since Lucas (1977) interprets business cycles as repeated instances of essentially similar events. (SNOWDON; VANE, 2005, p. 229).

A escola novo-clássica somente será estabelecida verdadeiramente com os trabalhos de Robert Lucas Jr., outro catedrático da Universidade de Chicago e pupilo de Milton Friedman. O economista unificará a hipótese de expectativas racionais à hipótese de flexibilização completa e contínua de salários e preços, bem como a sua teoria de oferta agregada. A terceira agregará as duas primeiras no desenvolvimento de uma curva de oferta onde os mercados são perfeitamente competitivos (sempre em equilíbrio), os agentes são racionais e a informação é imperfeita, em que todo agente conhece o preço do bem que ele mesmo vende mas desconhece o nível geral de preços da economia.

Assim, o agente não consegue distinguir no seu preço o componente que reflete mudanças na economia como um todo, do componente que significa mudança do seu preço relativo. Este problema de informação o leva a tomar decisões no curto prazo que divergem daquelas tomadas no longo prazo. Então no curto prazo variarão o nível de produção por não saberem extrair dos sinais emitidos pelo mercado a informação precisa quanto a variação de seu preço ser específica, ou de todos os mercados.

Este é um ponto essencial a teoria novo-clássica pois é o que garantirá, dentro do modelo, a explicação para todos os trabalhos empíricos previamente publicados sobre a não-neutralidade da moeda,

The intellectual challenge facing Lucas was to account for the non-neutrality of money in a world inhabited by rational profit-maximizing agents and where all markets continuously clear. His main innovation was to extend the classical model so as to allow agents to have 'imperfect information'. As a result Lucas's MEBCT has come to be popularly known as the 'misperceptions theory'. (SNOWDON; VANE, 2005, p. 229).

Outra consequência importante da teorização de Lucas a este respeito é a ausência de ilusão monetária (Hipótese forte das expectativas racionais),

existente nos modelos monetaristas de Friedman,

This paper has been an attempt to resolve the paradox posed by Gurley, in his mild but accurate parody of Friedmanian monetary theory: "Money is a veil, but when the veil flutters, real output sputters." The resolution has been effected by postulating economic agents free of money illusion, so that the Ricardian hypothetical experiment of a fully announced, proportional monetary expansion will have no real consequences (that is, so that money *is* a veil). (LUCAS JR., 1972, p. 191).

A partir destas concepções, Lucas cria um modelo de implicações desfavoráveis à ação governamental que não seja, como já explicado, *supply-sided*. A política monetária será agora inócua até mesmo no curto prazo, com modelos apresentando um conceito de moeda totalmente neutro, ou super-neutro, algo que nem todos os clássicos à época de Keynes aceitavam como verdadeiro para o curto prazo. Desvios são possíveis, porém efêmeros e nunca sistemáticos,

[...] unemployment can deviate from its natural rate as the result of unpredictable demand (θDt) and supply (θSt) shocks or unanticipated monetary surprises ($\theta M^* t$). Any systematic feedback monetary rule, by becoming part of economic agents' information set, cannot cause inflation to deviate from its expected rate. Only departures from a known monetary rule (such as policy errors made by the monetary authorities or unforeseen changes in policy) which are unanticipated will influence output and employment. (SNOWDON; VANE, 2005, p. 229).

Deste modo, a única maneira de variáveis reais serem desviadas de seus valores de equilíbrio serão por choques não antecipados. Mesmo que a hipótese de expectativas racionais e mercados competitivos garantam que tais desvios sejam rapidamente corrigidos, a conclusão lógica a ser retirada dos modelos novos-clássicos é que se as autoridades fiscal e monetária serem obrigadas a seguirem algum tipo de arcabouço institucional que defina regras ao que pode-se fazer ou não em questão de política econômica, tal informação seria assimilada pelos agentes e garantiria o funcionamento da economia sem sofrer quaisquer distúrbios, já que estes nunca seriam pegos de surpresa

Even if there is an agreed-upon, fixed social objective function and policymakers know the timing and magnitude of the effects of their actions, discretionary policy, namely, the selection of that decision which is best, given the current situation and a correct evaluation of the end-of-period position, does not result in the social objective function

being maximized. The reason for this apparent paradox is that economic planning is not a game against nature but, rather, a game against rational economic agents. We conclude that there is *no* way control theory can be made applicable to economic planning when expectations are rational. (KYDLAND; PRESCOTT, 1977, p. 473).

A taxa de juros estando numa posição teoricamente ainda mais irrelevante em questão de papel político econômico, terá papel central no debate entre o uso de políticas discricionárias ou baseadas em regras, pois as instituições que sofrerão as maiores mudanças no que concerne a regulamentação ao longo da última década do século XX, foram os Bancos Centrais (SNOWDON, VANE, 2005).

Argumentos da existência de um “viés inflacionário” por parte da autoridade monetária, significando que, supostamente, esta tem uma tendência a aplicar políticas de combate ao desemprego em detrimento do controle das variáveis monetárias, contribuíram para a visão de uma política econômica baseada em regras, bem como conceitos aplicados de credibilidade e a chamada inconsistência temporal, em que se aplica um complexo sistema de teoria dos jogos para demonstrar que as preferências do *policymaker* podem mudar ao longo do tempo pois ele ganhará com isso,

The situation where the game is between the government (monetary authorities) and private agents is an example of a non-cooperative ‘Stackelberg’ game. Stackelberg games have a hierarchical structure, with the dominant player acting as leader and the remaining participants reacting to the strategy of the leader in the monetary policy game discussed by Kydland and Prescott, the government is the dominant player. When the government decides on its optimal policy it will take into account the likely reaction of the ‘followers’ (private agents). In a Stackelberg game, unless there is a precommitment from the leader with respect to the announced policy, the optimal policy will be dynamically inconsistent because the government can improve its own pay-off by cheating. (SNOWDON; VANE, 2005, p. 252).

Estes foram os principais argumentos a justificarem a existência de um Banco central independente da autoridade governamental, possibilitando, através de metas de inflação, um sistema regrado de controle às variáveis monetárias, capaz de balizar as expectativas dos agentes em relação as variáveis relevantes.

A escola novo-clássica, apesar de ter características monetaristas com relação a sua concepção de taxa de juros, foi capaz de influenciar o mundo

político em grande escala quanto ao que consideravam perigos inerentes a discricionariedade, a taxa de juros básica em muitos países é ditada por regras em um banco central independente.

A escola Novo Clássica termina por reduzir ainda mais o papel da taxa de juros, solidificando-a como uma variável real, endógena e equilibradora de fundos nacionais num contexto de mercado aberto, como já o era na escola monetarista, que trará um tremendo choque aos desenvolvimentos keynesianos de uma taxa de juros de carácter monetário.

A influência dos artigos de Robert Lucas, Barro e Kydland e Prescott, terão consequências visíveis dentro da academia, onde a metodologia da microfundamentação e a hipótese de expectativas racionais proliferarão em uma nova escola de pensamento e uma nova síntese, a qual trará o keynesianismo, ou pelo menos alguns conceitos deste, de volta ao centro da ortodoxia.

3.3 SÍNTESE NEOCLÁSSICA E OS NOVOS KEYNESIANOS

Pode-se dizer que a síntese neoclássica teve suas origens em alguns dos primeiros trabalhos interpretativos da Teoria Geral de Keynes. O economista John Hicks (1937) em seu artigo *Mr. Keynes and the "Classics"; A Suggested Interpretation* traria uma sistematização dos escritos da TG a qual se tornaria a ortodoxia na academia por décadas e o principal corpo teórico da síntese. O modelo IS-LM, como ficou conhecido, desenvolve uma relação entre a curva representando o mercado de bens e serviços (IS) e a curva representando o mercado monetário (LM), na qual a taxa de juros seria a variável relevante ao equilíbrio do sistema.

Esta aparece na síntese neoclássica como uma variável monetária ao modo de pensamento Keynesiano, mas de papel deveras clássico em seu carácter equilibrador do sistema econômico. A lógica da transmissão entre as variáveis, se aplica pela premissa de diferentes elasticidades encontradas entre a relação investimento/taxa de juros e demanda por moeda/taxa de juros. A primeira, segundo a síntese, de alta elasticidade enquanto que a segunda demonstrando elasticidades muito menores,

The theoretical perspective of the neo-classical synthesis lies between the two extremes of the genuine Keynesian scheme and the neo-classical model. As in the former, interest rate is a monetary phenomenon. However, owing to a high interest elasticity of investment and a low interest elasticity of the demand for money, the synthesis finds a role for interest as an equilibrating variable in the goods market: because the rate of interest falls as output falls, the rise in public saving is matched not only by the reduction of private saving caused by the fall of output, but also by a rise of gross fixed capital formation. In the case of total crowding-in, the rise in public saving is balanced by an increase of investment demand; if crowding-in is absent, it is balanced by a reduction in output and private saving. In all the intermediate cases, the rise in public saving is matched partly by a fall in output and private saving, and partly by an increase in fixed investment. (BARBA, 2001, p. 61)

Um exemplo de transmissão no esquema da IS-LM tradicional, como uma redução nos gastos públicos, desloca a curva IS para esquerda, reduzindo assim a taxa de juros e o produto, onde a inclinação da curva LM ditaria a intensidade destas variações. Como será visto no capítulo 4, a validade de tais relações será duramente criticada pela visão Pós-Keynesiana, a qual se utiliza de argumentos teóricos e demonstrações empíricas que põe em dúvida a capacidade da taxa em, por exemplo, influenciar o investimento (SERRANO; BRAGA, 2007).

Como explicitado no início do capítulo, esta ocasionaria uma ruptura entre o que se tornaria a ortodoxia keynesiana na academia e o que estes chamariam de fundamentalistas, que tinham como principal crítica a subestimação do papel da incerteza nos modelos dominantes e se formalizariam na escola Pós-Keynesiana, cuja visão referente as taxas de juros estão diretamente relacionadas aos escritos de Keynes, explicitados no capítulo 2 deste trabalho.

É a Samuelson a quem se atribui o cunho do termo Síntese Neoclássica. O fato de seu livro-texto de 1948, “Economia”, ter se tornado texto padrão nas graduações do mundo inteiro (e que já consta com 19 edições ao todo) demonstra a popularidade das ideias do autor durante as décadas de 50, 60 e começo de 70. Na terceira edição deste (1955), o autor escreve,

In recent years 90 per cent of American Economists have stopped being ‘Keynesian economists’ or ‘anti-Keynesian economists’. Instead they have worked toward a synthesis of whatever is valuable in older economics and in modern theories of income determination. The result might be called neo-classical economics and is accepted in its broad

outlines by all but about 5 per cent of extreme left wing and right wing writers. (SAMUELSON, 1955, p. 212).

Com a contrarrevolução monetarista, muitos preceitos desta síntese foram ameaçados e depois, com o surgimento da escola novo-clássica, quase que totalmente abandonadas pelo pensamento mainstream, sendo o keynesianismo até mesmo declarado como morto por Robert Lucas Jr. (1980 citado por SNOWDON; VANE 2005). É através de uma nova síntese de características bem ortodoxas que se ficará provado o erro da declaração de Lucas.

A escola Novo-Keynesiana se definirá pela metodologia novo-clássica aplicada a proposições já conhecidas pelos “velhos” keynesianos da síntese neoclássica. Snowdon e Vane (2005) listam estas ideias como sendo (tradução nossa),

1. Uma economia de mercado sem regulação experimentará períodos “prolongados” de excesso de oferta agregada e emprego em contradição com a Lei de Say dos mercados; Ou seja, nos termos de Keynes, economias de mercado exibirão “equilíbrio fora do pleno emprego”.
2. Instabilidades no agregado macroeconômico (ciclos de negócio) são causadas principalmente por distúrbios na demanda agregada.
3. “Dinheiro importa” na maior parte do tempo [o autor aqui faz menção a não-neutralidade da moeda], porém em resseções profundas a política monetária pode ser ineficaz.
4. Intervenção estatal na forma de políticas de estabilização tem o potencial de melhorar a estabilidade macroeconômica e o bem-estar econômico.

Os Novos Keynesianos desenvolverão estes princípios baseando-se nas premissas metodológicas novo-clássicas da microfundamentação e da construção teórica sob estruturas de equilíbrio geral, quase sempre sob arcabouço das expectativas racionais. No entanto, tal abordagem também admitirá em seus modelos uma miríade de imperfeições encontradas no mundo real as quais eram ignoradas pelos Novos Clássicos,

[...] as Greenwald and Stiglitz (1993a) point out, real business cycle theorists adopt microfoundations that describe a world of perfect information, perfect competition, zero transactions costs, and the existence of a complete set of markets. Problems associated with asymmetric information, heterogeneous agents and imperfect and

incomplete markets are assumed away. The essence of the new Keynesian approach is to recognize the importance of a whole variety of realworld imperfections (Stiglitz, 2000; 2002). By rebuilding the microfoundations of Keynesian economics utilizing the findings of modern microeconomic theory, new Keynesian theorists have established a research programme aimed at rectifying the theoretical flaws which permeated the supply side of the 'old' Keynesian model (see Snowdon and Vane, 1995). Because the typical market economy is riddled with numerous imperfections, aggregate supply does respond to changes in aggregate demand. (SNOWDON; VANE 2005, p. 360)

Denota-se na escola Novo-Keynesiana a tentativa de corrigir o que os mesmos consideram erros de análise da síntese neoclássica no passado. É importante esclarecer que apesar da crescente influência novo-keynesiana na academia ao longo da década de 80, o que autores como Goodfriend e King (1997) denotarão como “Nova Síntese Neoclássica” é o aparente consenso surgido ou que estaria surgindo no estudo da macroeconomia já na segunda metade da década de 90, não a escola Novo Keynesiana em si, porém, como bem observam Snowdon e Vane (2005) “Clearly this new consensus has a distinctly new Keynesian flavour”.

No tocante a taxa de juros, é importante ressaltar algumas diferenças entre o novo e o velho keynesianismo. Primeiramente, com a admissão de muitos novos-keynesianos à várias das críticas monetaristas e novo-clássicas aplicadas ao “velho”, a visão dos primeiros sobre a prática da política econômica se tornará muito mais voltada a compreensão da maneira com que a economia responde a choques do que com a origem dos choques em si, bem como, com o uso de modelos a qual flutuações e irregularidades são imprevisíveis, uma opinião mais cética quanto a capacidade dos governos de realizar o “fine-tune” da economia, ou seja, manter o pleno emprego através de constante aplicação das diversas políticas e ferramentas disponíveis. No entanto, como escrevem Snowdon e Vane (2005),

If the monetarists and new classicists successfully undermined the case for fine-tuning, new Keynesians have certainly championed the case for what Lindbeck (1992) has referred to as ‘coarse-tuning’ – policies designed to offset or avoid serious macro-level problems. (SNOWDON; VANE, 2005, p. 410).

Entende-se com os novos keynesianos que o papel do governo, longe da passividade novo clássica ou monetarista, deve ser um agente essencial no

combate a problemas mais sérios na economia que podem e que irão acontecer ao longo do tempo, como uma alta taxa de desemprego ou inflação.

Nesta última se evidencia uma outra grande diferença aos velhos keynesianos, e que mantém uma relação mais próxima ao papel da taxa de juros. A economia Novo Keynesiana dará muito mais importância aos custos da inflação, inserindo em seus modelos a variável da expectativa inflacionária a maneira de Friedman (1968). Dentro deste contexto, se popularizou dentro e fora da academia a visão de que o objetivo primário da política monetária deve ser o controle da inflação. O regime monetário já comentado de metas de inflação sob bancos centrais independentes, também será justificado na forte argumentação novo-keynesiana no controle à inflação.

Outro argumento relevante ao desenvolvimento novo keynesiano da taxa de juros, criado na década de 90, é o que ficou conhecido como contração fiscal expansionista, onde expectativas positivas dos agentes relacionadas a uma política de redução de gastos governamentais, e somadas à lógica do modelo IS-LM, tem a capacidade de causar variação suficiente na taxa de juros a ponto de deslocar positivamente a curva IS mais do que proporcionalmente ao deslocamento negativo do próprio corte fiscal, gerando uma situação inusitada de forte crescimento econômico onde o consenso preveria possibilidade de recessão ou baixo crescimento.

O desenvolvimento da ciência econômica nas duas últimas décadas do século XX geraram intenso desenvolvimento matemático e teórico. No próximo capítulo serão mostradas algumas críticas e resultados empíricos conflitantes a estes desenvolvimentos, mas antes entende-se como necessário um breve resumo das visões analisadas.

3.4 TAXA DE JUROS EM RESUMO

É interessante condensar em tabela as informações referentes a taxa de juros vistas nos últimos dois capítulos, assim mantendo uma relação clara e sucinta com o próximo capítulo, de revisão empírica. Na tabela encontra-se uma definição da variável para cada uma das escolas de pensamento analisadas e uma coluna explicitando os efeitos e papéis da taxa em relação a recomendação de política econômica destas linhas teóricas.

TABELA 1 – ESCOLAS DE PENSAMENTO E A TAXA DE JUROS

ESCOLAS	DEFINIÇÃO	PAPEL
Keynes e Pós-Keynesianos	Variável monetária ditada pela preferência a liquidez e altamente atrelada a convenções de mercado.	Manter a estabilidade financeira. Sua capacidade em afetar plenamente variáveis reais é vista com cautela, pois tudo depende de como as convenções e psicologia de mercado ditarão a preferência pela liquidez dos agentes
Síntese Neoclássica	Variável monetária ditada pelo equilíbrio entre o mercado de bens e serviços e o mercado monetário.	Ferramenta fundamental para o <i>fine-tuning</i> da economia. Seu nível afetará "hidraulicamente" os níveis de renda, emprego e produto.
Monetaristas	Ditada pelo equilíbrio de variáveis reais como oferta de poupança e demanda por investimento à maneira clássica, denotando a existência de uma taxa natural para um dado nível de equilíbrio e pleno emprego.	Variável passiva da economia. Deve ser mantida sempre próxima a taxa natural, ou levará a inflação.
Novos Clássicos	Extensão da definição monetarista acima, inserindo a taxa de juros em modelos de expectativas racionais onde não ocorrerá ilusão monetária.	Variável passiva da economia. Deve ser mantida sempre próxima a taxa natural, ou levará a inflação.
Novos Keynesianos	Variável monetária à maneira da Síntese Neoclássica, porém inserida em modelos de expectativas racionais à maneira Novo Clássica, as quais expectativas quanto a inflação e a própria taxa de juros serão endógenas aos modelos.	Ferramenta fundamental para o <i>coarse-tuning</i> da economia. Sua relação com investimento e produto é tida como certamente inversa e seu nível afetará os níveis de renda, emprego e produto, ainda que de maneira mais imprecisa por aceitarem as críticas monetaristas e novo clássicas. Uma variável necessária a evitar maiores depressões econômicas.

Fonte: Elaboração própria.

4 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS E O DEBATE MODERNO EM TORNO DA TAXA DE JUROS

Muitos foram os trabalhos empíricos desenvolvidos em volta da taxa de juros e suas consequências em política econômica. O estado do pensamento econômico no que concerne a política monetária é bem mais restritivo do já foi, principalmente se comparado ao auge da visão keynesiana da década de 60. Como visto no capítulo anterior, as críticas monetaristas tiveram grande impacto na academia e na política, em que mesmo os autoproclamados discípulos de Keynes da escola Novo-Keynesiana terão várias apreensões quanto ao uso desta, porque neste mundo moderno, falar em taxa de juros e política monetária é inseparável ao tema da inflação.

Em artigo ao New York Times, a economista Christina D. Romer (2011) define bem a mudança de pragmatismo entre os *policymakers* do *Federal Reserve* (FED), que pode ser muito bem comparada ao que ocorreu ao resto do mundo,

Monetary policy makers at the Federal Reserve have long been classified as “hawks” or “doves.” The distinction is appealing in its simplicity. Hawks care deeply about inflation, while doves are willing to risk inflation to reduce unemployment. Unfortunately, this division is no longer useful. Monetary policy makers are all hawks now. Even those who most emphasize the Fed’s role in fighting unemployment oppose policies that would raise inflation noticeably above the Fed’s implicit target of about 2 percent. The real division is not about the acceptable level of inflation, but about its causes, and the dispute is limiting the Fed’s aid to the economic recovery. (ROMER, 2011)

A inflação se torna, assim, o elemento central à rigidez da política monetária e seu controle é agora visto como o principal objetivo desta última. No que concerne a taxa de juros, esta será um mecanismo importante ao *policymaker* no controle da inflação, emprego e muito da estabilidade da economia em geral, seja da maneira passiva monetarista, ou da maneira mais ativa novo-keynesiana. Porém, como será visto aqui, as relações teorizadas entre esta e outras variáveis da economia, muitas vezes tidas como certas, não se sustentam na avaliação dos dados reais.

Premissas estas agora bem estabelecidas no estudo da economia moderna, na qual a taxa de juros é protagonista e se relacionará com a inflação,

dívida pública e investimento, em linhas do que muitos economistas críticos ao keynesianismo concluiriam como a principal falha desta teoria, que concerne o papel das expectativas.

Os trabalhos de Richard W. Vague (2016) e Serrano e Braga (2016), denotarão a lógica por trás destes desenvolvimentos teóricos e servirão como bons argumentos críticos às conclusões do pensamento dominante na academia e política. O primeiro fazendo um teste empírico simples e abrangente entre a as relações da inflação com a taxa de juros, crescimento da oferta monetária, dívida pública e crescimento do passivo dos bancos centrais (que não será replicado neste trabalho), em dezenas de países. O segundo, demonstrando falhas no argumento da chamada “contração fiscal expansionista”, a qual supostamente aconteceu nos Estados Unidos ao longo do governo Clinton. A crítica a interpretação deste evento específico providenciará um ótimo entendimento no contraste teórico entre Keynes e Pós-Keynesianos, e o pensamento macroeconômico moderno *mainstream* no tocante a taxa de juros e sua relação com o déficit público e investimento, ambos fatores fundamentais à ao seu papel na política monetária.

Primeiramente, Richard W. Vague (2016) trabalha com a noção de crescimento da oferta de moeda em relação a inflação que, mesmo não sendo o foco principal deste trabalho, é a variável mais usualmente correlacionada à inflação e é de suma importância à taxa de juros de acordo com o esquema da IS-LM. A metodologia do artigo define crescimento rápido da oferta de moeda (M2) em três parâmetros: (1) Crescimento de 20% do quociente M2/PIB por um período de 5 anos; (2) crescimento nominal de 60% de M2 em um período de 5 anos; (3) crescimento nominal de 200% de M2 em um período de 5 anos. E um alto crescimento da inflação em dois parâmetros: (I) Um período de 3 anos consecutivos de 5% (ou maior) de inflação; (II) um período de 5 anos consecutivos de 5% (ou maior) de inflação. Serão estudados um total de 47 países representando 91% do PIB mundial.

A análise gerará um total de 6 casos, levando em conta os três parâmetros do crescimento de M2 com os dois de crescimento da inflação, como demonstrado na tabela abaixo,

TABELA 2 – RÁPIDO CRESCIMENTO DE OFERTA MONETÁRIA (M2) E ALTA INFLAÇÃO

	(I) 3 anos de 5% de inflação (90 casos, 38 sem dados)	(II) 5 anos de 5% de inflação (65 casos, 27 sem dados)
(1) 20% de M2/PIB	Caso 1	Caso 2
1 - Total de crescimentos de M2/PIB	54	54
1.1- Que geraram alta inflação	3	1
1.1.1 - Total de casos	3	1
1.2 - Não geraram alta inflação	51	53
1.3 - Casos de Alta inflação não precedidas do crescimento de M2/PIB	49	37
(2) 60% nominal	Caso 3	Caso 4
2 - Total de crescimentos de M2	68	68
2.1- Que geraram alta inflação	25	22
2.1.1 - Total de casos	48	30
2.2 - Não geraram alta inflação	43	46
2.3 - Casos de Alta inflação não precedidas do crescimento de M2	6	8
(3) 200% nominal	Caso 5	Caso 6
3 - Total de crescimentos de M2	30	30
3.1- Que geraram alta inflação	7	7
3.1.1 - Total de casos	9	8
3.2 - Não geraram alta inflação	23	23
3.3 - Casos de Alta inflação não precedidas do crescimento de M2	45	30

FONTE: Vague (2016).

Fica claro que a concepção monetarista de inflação como um fenômeno totalmente monetário perde legitimidade aqui. Nos casos 1 e 2 há somente 4 casos, de um total de 54, onde há geração de inflação alta por um rápido crescimento de M2. Nos casos 3 e 4, existem muito mais ocorrências, porém estas são praticamente somente metade dos casos, com 89 eventos somados entre os dois testes em que o rápido crescimento de M2 não gerou ocorrências inflacionárias. A situação é ainda mais comprovada nos casos 5 e 6, onde o crescimento de M2 proposto são absurdos 200% e a relação entre casos que geraram inflação com casos que não geraram voltaram a diminuir. Mesmo testando os mesmos parâmetros em diferentes casos de dados transversais como países grandes, médios e pequenos o autor consegue algum efeito mais significativo em termos de correlação.

Os resultados são tão contrários ao pensamento dominante que o autor decide testar os mesmos parâmetros de crescimento monetário para um cenário

mais flexível (III), incluindo inflação moderada., em que esta cresce a um nível de apenas 2% (ou maior) por um período de 5 anos consecutivos,

TABELA 3 - RÁPIDO CRESCIMENTO DE OFERTA MONETÁRIA (M2) E INFLAÇÃO MODERADA/ALTA

(III) 5 anos de 2% de inflação (84 casos, 48 sem dados)	
(1) 20% de M2/PIB	Caso 7
1 - Total de crescimentos de M2/PIB	54
1.1- Que geraram alta inflação	8
1.1.1 - Total de casos	8
1.2 - Não geraram alta inflação	46
1.3 - Casos de Alta inflação não precedidas do crescimento de M2/PIB	28
(2) 60% nominal	Caso 8
2 - Total de crescimentos de M2	68
2.1- Que geraram alta inflação	17
2.1.1 - Total de casos	22
2.2 - Não geraram alta inflação	51
2.3 - Casos de Alta inflação não precedidas do crescimento de M2	14
(3) 200% nominal	Caso 9
3 - Total de crescimentos de M2	30
3.1- Que geraram alta inflação	4
3.1.1 - Total de casos	4
3.2 - Não geraram alta inflação	26
3.3 - Casos de Alta inflação não precedidas do crescimento de M2	32

FONTE: Vague (2016).

Observa-se que nem ao relaxar os parâmetros para níveis de inflação menores consegue-se obter alguma correlação entre os dados apresentados, o que leva a conclusão do autor ser que o crescimento de M2 simplesmente não é um bom prognóstico acerca dos níveis de inflação futuro e não poderia ser usado como tal, o que é muito bem aceito tanto na academia como nos meios políticos.

A próxima relação estudada, e que terá mais relação com a questão da contração fiscal expansionista, será a dívida do governo com a inflação seguido de resultados com a própria taxa de juros e o passivo do banco central. Na visão tradicional, um rápido crescimento na dívida pública se traduz em pressões

altistas na taxa de juros e inflação. Vague aplica seus parâmetros, então, a dívida de três formas: (4) Crescimento de 20% do quociente Dívida/PIB por um período de 5 anos; (5) crescimento nominal de 60% da dívida em um período de 5 anos; (6) crescimento nominal de 200% da dívida em um período de 5 anos. Para inflação parâmetro será o mesmo (I) já usado. Os resultados são,

TABELA 4 - RÁPIDO CRESCIMENTO DA DÍVIDA DO GOVERNO E ALTA INFLAÇÃO

(I) 3 anos de 5% de inflação (65 casos, 34 sem dados)	
(4) 20% de Dívida/PIB	Caso 10
4 - Total de crescimentos de Dívida/PIB	47
4.1- Que geraram alta inflação	6
4.1.1 - Total de casos	6
4.2 - Não geraram alta inflação	41
4.3 - Casos de Alta inflação não precedidas do crescimento de Dívida/PIB	25
(5) 60% nominal	Caso 11
5 - Total de crescimentos de M2	85
5.1- Que geraram alta inflação	17
5.1.1 - Total de casos	22
5.2 - Não geraram alta inflação	68
5.3 - Casos de Alta inflação não precedidas do crescimento de Dívida	9
(6) 200% nominal	Caso 12
6 - Total de crescimentos de M2	40
6.1- Que geraram alta inflação	8
6.1.1 - Total de casos	8
6.2 - Não geraram alta inflação	32
6.3 - Casos de Alta inflação não precedidas do crescimento de Dívida	23

FONTE: Vague (2016).

Como fica claro, os casos 10, 11 e 12 não são muito diferentes dos anteriores na demonstração de uma falta de correlação da variável em questão com a inflação. Estes resultados são especialmente importantes a crítica subsequente ao argumento expectacional no caso de uma contração fiscal, pois um déficit menor significaria que agentes esperariam uma economia mais estável, com menores juros e inflação.

Finalmente, o autor utiliza sua metodologia para a taxa de juros, mais especificamente seu rápido declínio em relação a inflação, como usualmente se vê na literatura. O parâmetro para esta última será o mesmo (II) da tabela 1, 5

anos consecutivos de 5% ou mais de inflação. Para a taxa de juros, usou-se (7) um declínio de 5% ou mais na taxa ao longo de 5 anos consecutivos; e (8) para um declínio de 3% ou mais ao longo de 5 anos consecutivos. Foram utilizadas as principais taxas de empréstimo de cada país e, quando não foi possível, uma taxa de títulos governamentais de maturação menor que um ano. Seguem os resultados,

TABELA 5 - RÁPIDO DECLÍNIO DA TAXA DE JUROS E ALTA INFLAÇÃO

	(II) 5 anos de 5% de inflação (65 casos, 27 sem dados)
(7) 5% declínio taxa de juros	Caso 13
7 - Total de crescimentos de M2	70
7.1- Que geraram alta inflação	4
7.2 - Não geraram alta inflação	66
7.3 - Casos de alta inflação não precedidas do crescimento de M2	17
(8) 3% declínio taxa de juros	Caso 14
8 - Total de crescimentos de M2	115
8.1- Que geraram alta inflação	11
8.2 - Não geraram alta inflação	104
8.3 - Casos de alta inflação não precedidas do crescimento de Dívida	17

FONTE: Vague (2016).

Também não foi encontrada nenhuma correlação nos casos 13 e 14. A declínio rápido da taxa de juros significaria aumento dos níveis de emprego e na visão comum entre os economistas. Vê-se que o trade off entre emprego e inflação existente na literatura moderna, tanto do lado Novo Keynesiano quanto do lado Novo Clássico, não se sustenta na análise de dados em níveis abrangentes, contando diversos países e períodos. Vague (201) tirará a conclusão que o papel que os bancos centrais tomaram para si, como controladores da inflação, não será frutífero,

If our observations hold, there are several implications. The most relevant of these seems to be that the current efforts of central banks to engender inflation are unlikely to be successful. Central banks are correct in one thing: namely, in their view that stronger loan growth would add to economic growth; after all, private loan growth is a core determinant of GDP growth. But under most circumstances monetary policy has a relatively low impact on loan growth, ranking behind actual demand from borrowers (which is in part a function of how leveraged they

are and therefore their capacity for more debt), the credit policy of lenders, and the capital requirements on those lenders. (VAGUE, 2016)

Assim, o autor discorda do controle da inflação como principal função dos bancos centrais. Estes tem o poder reduzido, através também da taxa de juros, de alavancar a economia com mais crédito, porém, a política monetária, em geral, não terá grande impacto no crescimento deste.

Outro trabalho de bastante expressividade é o artigo de Serrano e Braga (2006), sobre a chamada contração fiscal expansionista da economia americana durante o governo Clinton. A expressão vem do fato ocorrido na década de noventa quando a economia americana prosperou e cresceu apesar do governo ter implantado uma quantidade considerável de cortes em seus gastos.

A explicação mais comum aceita entre os economistas segue uma abordagem Novo Keynesiana em que, o mero anúncio dos cortes gerou expectativas positivas entre os agentes sobre as variáveis futuras da economia. A inflação é uma delas, como visto nos testes anteriores, mas especialmente as taxas de juros de longo prazo, as quais são puxadas para baixo, tendo efeito duplo, um no curto prazo na demanda agregada, outro na oferta agregada de longo prazo.

O primeiro efeito acontece por desenvolvimentos na função consumo dos agentes já existentes a algumas décadas, tanto do lado keynesiano (MODIGLIANI; BRUMBERG, 1954) quanto do lado monetarista (FRIEDMAN, 1957), em que o consumo também depende de expectativas quanto ao futuro. Em resumo, este depende tanto do consumo presente quanto da variável riqueza, que por sua vez é um cálculo de soma entre riqueza presente e valor presente das rendas futuras esperadas. Assim, no cálculo para o consumo, o agente não internaliza somente a taxa de juros corrente, mas também a taxa de juros esperada. (BARBA, 2001).

O segundo pois o mesmo argumento se aplica ao cálculo sobre investimento da firma, "In the same way, current investment could be linked to expected income, as a measure of profitability, and to expected interest rates, since the later offer a better indication of the opportunity cost of the investment" (BARBA, 2001, p. 67-68). Em geral, a conclusão dos economistas quanto a contração fiscal expansionista é que o anúncio do corte de gastos gerará melhores expectativas (se permeada de promessas críveis e instituições com

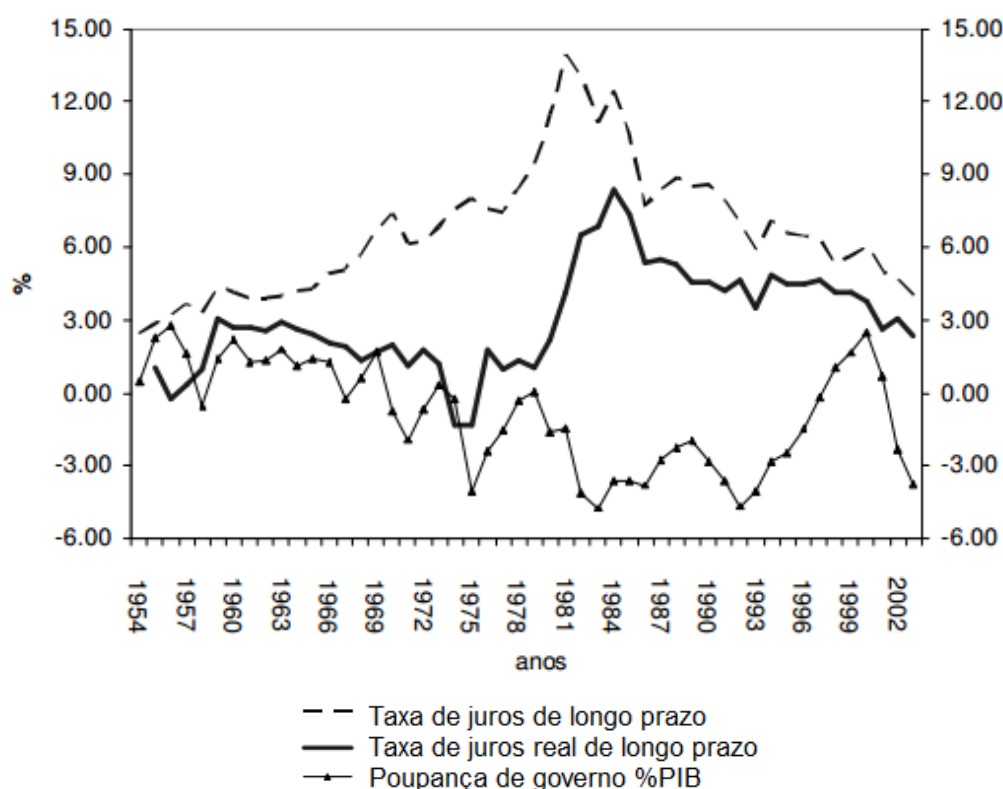
credibilidade), que terá efeito altista sobre a demanda agregada no curto prazo pois o consumo aumentará, devido ao cálculo de consumo dos agentes depender da taxa de juros futura, e efeito reestruturador sobre a demanda agregada de longo prazo, pois as firmas tenderão a investir mais (uma crítica a este pensamento será mostrada mais a frente).

Broadly speaking, an expected fiscal retrenchment can push the current level of output in two opposite directions. By reducing expected output, it reduces current consumption and investment. At the same time, by reducing expected interest rates, it exerts an expansionistic influence on the same variables. The net effect is thus uncertain, depending, moreover, on the credibility of the future fiscal policy stance, on its composition, and on its temporal dimension. (BARBA, 2001, p. 68).

Assim, a ocorrência de tal desenvolvimento na economia fica dependente de que os efeitos gerados pelas expectativas sejam proporcionalmente maiores que os efeitos diretos da própria contração fiscal.

Existe, porém, um problema intrínseco a essa visão. Primeiramente, faz-se necessário testar a correlação entre o déficit público e a taxa de juros de longo prazo em si, não em termos de expectativas, mas como se desenvolve no esquema das IS-LM. Como demonstram Serrano e Braga (2006) para a economia americana, não é possível abstrair relação sistemática nenhuma dos dados.

GRÁFICO 1 – TAXA DE JUROS E DÉFICIT DO GOVERNO (EUA)



FONTE: Serrano e Braga (2006)

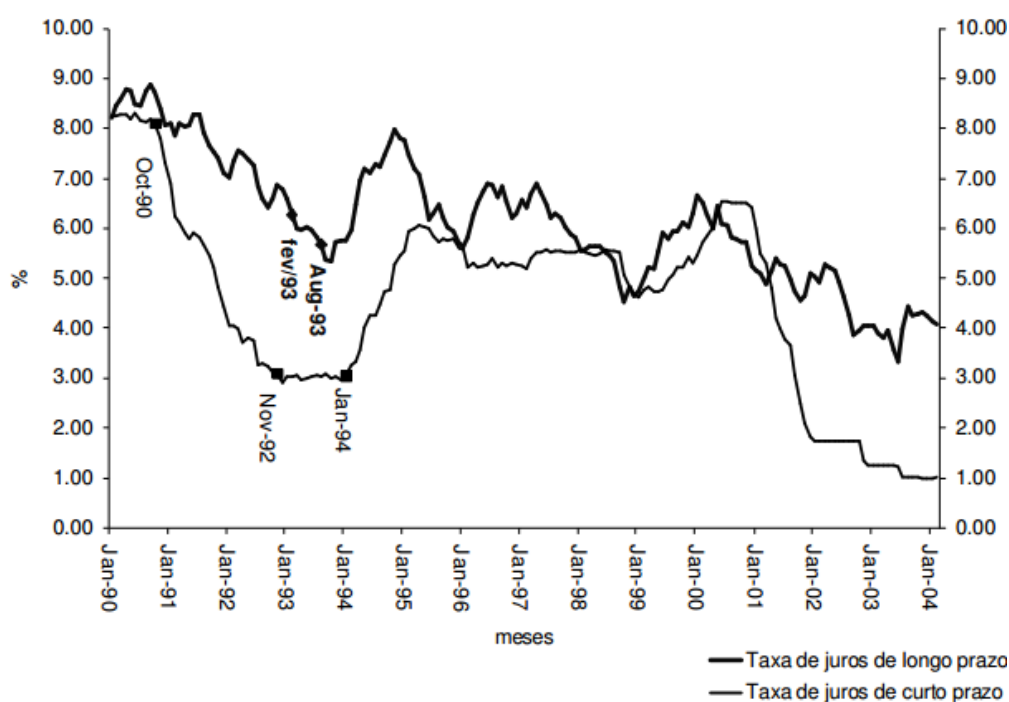
Denota-se no gráfico, por exemplo, que a partir do novo século, quando o superávit (poupança do governo positiva) voltou a cair até se tornar déficit (poupança do governo negativa), a taxa de juros continua a cair ao invés de aumentar. (SERRANO; BRAGA, 2006). Portanto, há uma evidente dissonância entre o que realmente acontece na economia e o que a teoria deduz sobre o que os agentes esperam que aconteça.

[...]é importante mencionar que argumentos deste tipo, embora baseados em expectativas e credibilidade, ao contrário do que muitos pensam, são sim bastante enfraquecidos pela ausência de uma relação empírica sistemática entre o déficit efetivo e a taxa de juros. Na realidade, se sabemos que tal relação não existe, postular que os agentes na economia acreditam que esta relação vai existir no futuro é o mesmo que supor implicitamente que os agentes são coletivamente irracionais ou então que estão esperando uma dramática mudança na estrutura da economia. É necessário supor que no futuro (onde vai haver uma conexão entre déficits projetados e juros) ela irá operar com leis diversas do que operou no passado (onde não houve relação alguma entre déficits efetivos e juros). (SERRANO; BRAGA, 2006, p. 220).

Deixando claro este carácter paradoxal da teoria, aparentemente aceito

entre muitos economistas modernos, faz-se necessário perguntar se a evidência empírica corrobora a capacidade das expectativas em derrubarem a taxa de juros para cancelar os efeitos da contração fiscal mais que proporcionalmente e, se não, qual é a verdadeira causa do ocorrido na década de 90. O gráfico abaixo demonstra o caminho traçado pelas taxas de juros nominais americanas, ao longo da década, inclusive logo após o anúncio dos cortes de gasto do governo Clinton.

GRÁFICO 2 – TAXA DE JUROS NOMINAL NORTE AMERICANA



FONTE: Serrano e Braga (2006)

O anúncio se deu em fevereiro de 1993 e sua aprovação no congresso norte americano em agosto do mesmo ano, como demarcado no gráfico. Para estar correta a teoria da contração fiscal expansionista, a taxa de juros de longo prazo deveria ter caído logo após fevereiro ou, menos provável, em agosto. Porém, a taxa de juros de curto prazo já estava caindo desde outubro de 1990, enquanto a de longo acompanhava o trajeto desde o início de 1991.

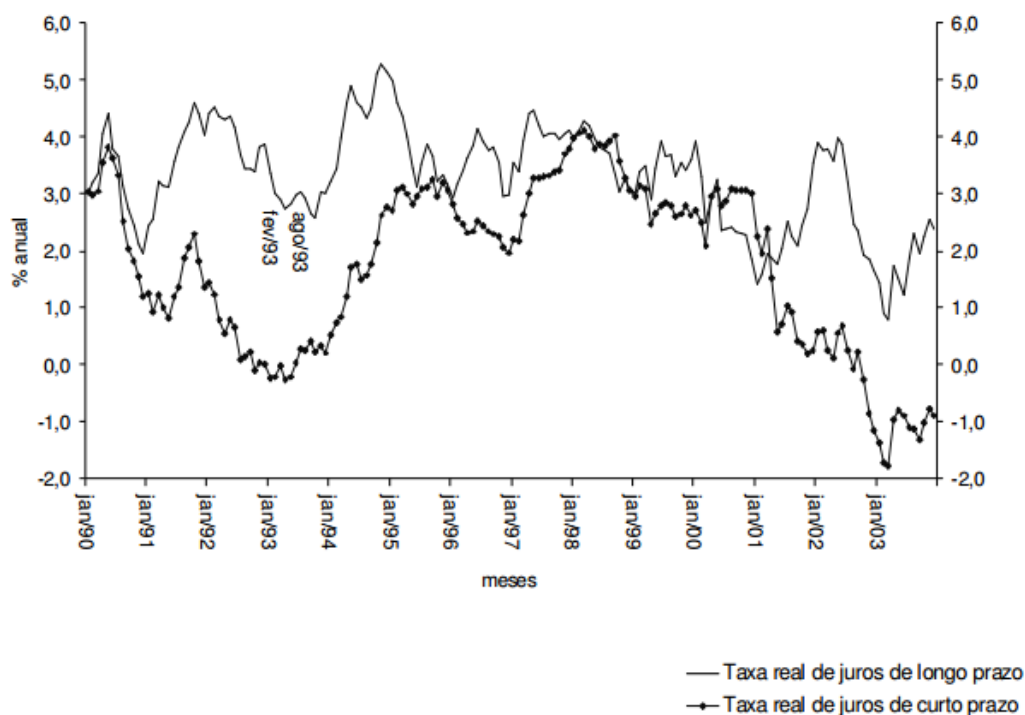
O fato da queda já estar em curso desde antes da eleição do Presidente Clinton indica uma correlação muito improvável com os anúncios do plano de governo do mesmo. Seria, talvez, possível argumentar que o patamar atingido em novembro de 1992 pela taxa de curto prazo, enquanto a de longo continuou

a cair, um reflexo do anúncio. Porém, como Serrano e Braga (2006) discutem,

Este argumento contém, no entanto, duas limitações. Em primeiro lugar, o ritmo de redução da taxa de juros longa deveria ter se acelerado com o anúncio do pacote fiscal, independentemente do que ocorresse com a taxa curta. Isto não é o que mostra o Gráfico 4 acima onde a taxa longa cai continuamente mais ou menos no mesmo ritmo, com oscilações, de outubro de 1990 a setembro de 1993. Além disso, e o que é mais importante, a taxa longa começa a subir de novo em outubro de 1993 enquanto a taxa curta só começa a subir em janeiro de 1994. Isto mostra que se o anúncio da contração fiscal teve algum efeito, este durou poucos meses e foi rapidamente revertido. Será que poucos meses depois do anúncio o ajuste fiscal já tinha perdido “credibilidade”? (SERRANO; BRAGA, 2006, p. 224).

Quando se comparam as taxas de juros reais, de curto e longo prazo, nenhuma relação sistemática pode ser verificada entre queda destas taxas e o anúncio. Portanto, fica evidente a falta de evidência empírica quanto a lógica de causa e efeito entre anúncio e queda da taxa de juros longa.

GRÁFICO 3 – TAXA DE JUROS REAL NORTE AMERICANA



FONTE: Serrano e Braga (2006)

Outra relação sistêmica a qual a contração fiscal expansionista precisa que exista, é a entre a taxa de juros e o investimento. Como mostrado nos capítulos anteriores, tal relação teórica existe desde os primórdios da ciência

econômica. Entretanto, como mostram Serrano e Braga (2006), até mesmo economistas conhecidos como propagadores da ideia da contração fiscal expansionista admitem que tal relação é no mínimo fraca.

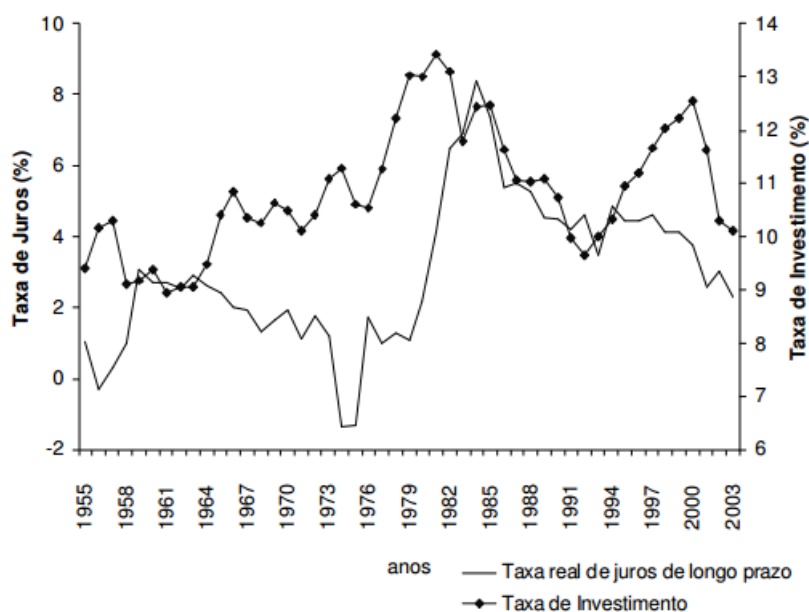
Stiglitz também admite que a relação direta entre juros e investimento não é confiável: *“And if the president had seen the statistical evidence which showed that investment often did not respond much to interest rates – a fact which we saw in 1991, and we have seen in 2001, as the Fed has repeatedly lowered interest rates – he should, and would, have felt even more nervous”* (Stiglitz, 2003, p. 42). Blinder também aceita que: *“A variety of theories, some of which have seemingly sturdy microeconomic foundations, point to business investment as the principal source of the interest elasticity of spending. But the empirical evidence on the sensitivity of investment to interest rates is, at best, equivocal”* (Blinder, 1997, p. 240). (SERRANO; BRAGA, 2006, p. 224).

Não é surpresa, visto que a vasta maioria de estudos empíricos comprovam a pouca relação entre as variáveis,

A final issue concerns the relative importance of prices, quantities and shocks as determinants of investment. While there is clearly no uniformity in the results and the role of shocks remains to be assessed, it appears to this author that, on balance, the response of investment to price variables tends to be small and unimportant relative to quantity variables. (CHIRINKO, 1993, p. 1906, citado por SERRANO; BRAGA, 2006, p. 226)

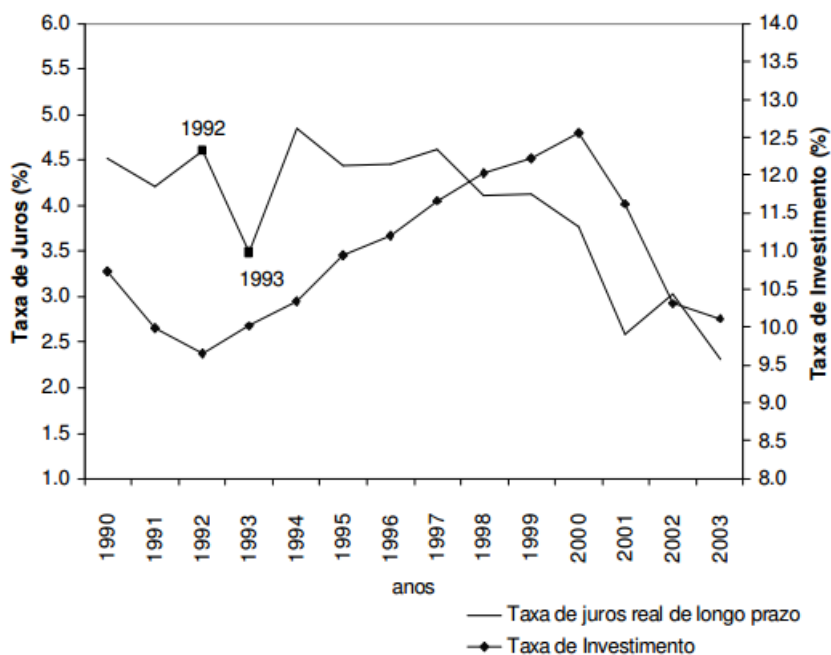
Assim, variáveis de “quantidades” tem relação muito maior com o investimento do que variáveis de preço, essa é a conclusão que a maioria dos trabalhos empíricos demonstram e o que a maioria dos artigos de *survey* do tema constata (SERRANO; BRAGA, 2006). Como se pode ver nos gráficos abaixo, a economia americana, tanto no período analisado quanto antes, denota bem essas conclusões. Percebe-se que em certas ocasiões a relação entre as duas variáveis não somente não é inversa, como parecem seguir uma forte correlação positiva.

GRÁFICO 4 – TAXA DE JUROS REAL E INVESTIMENTO (EUA)



FONTE: Serrano e Braga (2006)

GRÁFICO 5 – TAXA DE JUROS REAL E INVESTIMENTO APÓS 1990 (EUA)



FONTE: Serrano e Braga (2006)

Os dados expressos nos gráficos acima não são compatíveis com as visões clássicas, novo clássicas ou novo keynesianas. A explicação advém do pensamento sraffiano. Nele, a relação entre taxa de juros e investimento não é simplesmente negativa, pois, como exemplo, um aumento contínuo na taxa

tende a aumentar ambos os custos financeiro e de oportunidade do capital dos investimentos produtivos de todos os setores. Estes custos são então incorporados aos preços dos produtos ao induzirem maiores margens de lucros por parte dos produtores,

Desta forma, qualquer aumento ou redução sistemática dos juros, embora possa ter efeitos de curto prazo, no longo prazo acaba afetando tanto o custo do capital quanto a rentabilidade esperada dos investimentos na mesma direção e, portanto, não gera nenhum estímulo permanente ao investimento. (SERRANO; BRAGA, 2006, p. 227).

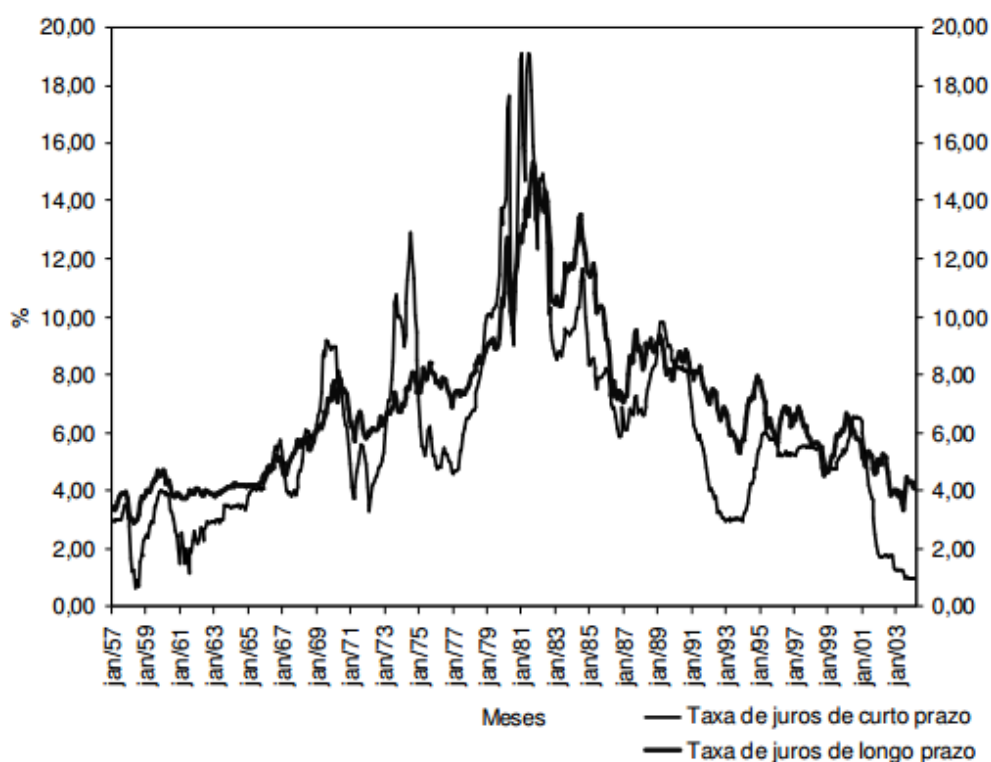
A explicação sraffinana demonstra ainda que não há lógica em esperar taxas de investimento mais altas a partir de uma baixa nas taxas de juros. Isso pois,

Dadas as diferentes proporções entre os vários tipos de bens de capital e trabalho nos diversos setores e métodos de produção, quando muda a taxa de juros e lucros, os preços relativos dos diversos bens de capital inevitavelmente mudam de forma complexa e irregular e, portanto, não há motivo teórico algum para acreditar numa relação inversa geral entre as relações capital-produto e capital-trabalho, de um lado, e a taxa de juros de outro. Assim, não existindo nenhum motivo teórico consistente para esta relação não é nada surpreendente que não a encontremos nos dados da economia americana. (SERRANO; BRAGA, 2006, p. 229).

Ficando estabelecido que os dois elos necessários a contração fiscal expansionista, a taxa de juros relacionada ao déficit público e ao investimento, não se sustentam empiricamente, se abre espaço para explicar a taxa de juros entre os fatos ocorridos na década de 90 sob a visão sraffiana-keynesiana, e assim, estabelecer uma crítica contundente não somente às análises feitas ao período em questão, mas ao próprio pensamento *mainstream* dentro da academia, caracterizada pela “nova síntese” de roupagem novo keynesiana a qual Goodfriend e King (1997) explicitam em seu artigo.

A taxa de juros, não sendo relacionada com déficit público nem investimento, se torna uma variável muito mais restrita a política monetária dos bancos centrais. Como se demonstrou no capítulo 1, a taxa de juros de curto prazo segue o ritmo das convenções a qual os bancos centrais estão inseridos. Porém, como denotam os dados da economia estadunidense ao longo do século XX, a taxa de juros de longo prazo não seguirá um caminho muito distante.

GRÁFICO 6 – TAXA DE JUROS DE CURTO E LONGO PRAZOS (EUA)



FONTE: Serrano e Braga (2006)

Diferentemente do pensamento novo keynesiano, onde as taxas de juros real de longo prazo, determinadas pelas forças da “parcimônia e produtividade”, acabam por puxar as taxas de curto prazo, nas linhas pós-keynesianas, ou sraffiana-keynesiana como denominam os autores Serrano e Braga (2006) nesta análise, a taxa de juros de longo prazo não tende a se afastar muito da de curto prazo pois, via arbitragem, os agentes tentam se antecipar as mudanças da taxa de curto, variável independentemente determinada pelo banco central.

Como aponta Galbraith (2005), mesmo no estudo de Gale e Orzag (2004) a variável política monetária tem um efeito economicamente significativo e estatisticamente preciso sobre a determinação da taxa de juros de longo prazo. Um estudo de Bomfim (2003), usando dados de expectativa das taxas curtas americanas no Euromercado, confirma fortemente a interpretação aqui adotada de que são as taxas de curto e seus movimentos antecipados que determinam as taxas longas (Serrano, 2002; Aspromourgos, 2005). (SERRANO; BRAGA, 2006, p. 222).

A explicação para a expansão da economia estadunidense apesar da contração fiscal, se verifica no viés expansionista da política monetária ocorrida no período. A redução dos juros que começou antes mesmo do governo Clinton

e a expansão do crédito ocorridas durante toda a década foram decisões conscientes por parte do Estado norte americano em manter a economia em um ciclo expansivo, além das decisões em ignorar o déficit externo em conta corrente e manter a bolsa de valores e imóveis num boom crescente sem preocupações com bolhas especulativas (SERRANO; BRAGA, 2006).

Tem-se então, evidências modernas de uma taxa de juros muito mais correspondente as teorizações keynesianas “fundamentalistas” do pós-keyneisanismo, em que esta é muito mais um fruto de convenções e psicologia do que um ponto de convergência entre variáveis, reais ou nominais, dos mercados.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A intenção deste trabalho foi oferecer uma perspectiva histórica do pensamento econômico moderno acerca de taxa de juros, e demonstrar alguma evidência contemporânea em face de certos paradigmas da ciência econômica. Muitos são antigos e surgiram antes mesmo de qualquer ferramental empírico consistente estar à disposição dos economistas. A taxa de juros passou por uma “montanha-russa” teórica ao longo do século XX, a qual revoluções e contrarrevoluções alternavam seu real carácter entre conceitos literalmente opostos, entre ser endógena ou exógena, real ou monetária.

Porém, sua característica de variável equilibrante no sistema econômico, sob diferentes formas e conceitos, continua aparecendo nas teorias dentro da academia e nas ideias consideradas pelos *policymakers* ao justificarem suas políticas. Tal persistência possa, talvez, ser traçada aos primórdios da economia como objeto de estudo, a qual se presumia um sistema fechado de relações sociais (CARVALHO, 1999).

Não obstante, o estudo de uma macroeconomia “sem equilíbrio”, com uma taxa de juros baseada em convenções e instituições, se mostra necessária em vista aos dados e estudos contemporâneos demonstrados aqui. A taxa de juros demonstra pouca correlação com investimento, déficit público e inflação, todas relações propagadas na academia e política, quase sem oposição. A Ciência Econômica se prova, através de toda sua existência, um objeto de estudo avesso aos princípios keynesianos da incerteza, pois muitas vezes esta significa um empecilho às teorias em suas capacidades de previsão e recomendação política. Com o mostrado neste trabalho, a taxa de juros fica, portanto, irremediavelmente inserida neste contexto.

Porém, tendo enfim acompanhado o desenvolvimento do pensamento econômico acerca da taxa de juros, e comparado algumas evidências contemporâneas ao *ethos* das principais interpretações e teorias modernas, torna-se evidente que a leitura da Teoria Geral de Keynes se faz essencial ao entendimento da taxa de juros moderna.

Esta se caracteriza por um grande atrelamento entre o comportamento das taxas de curto e longo prazo, as quais expectativas e arbitragem dos agentes determinam uma taxa de longo adjunta às taxas básicas de curto prazo

acertadas pelos Bancos Centrais (SERRANO; BRAGA, 2006). Estes as quais estão inseridos num sistema permeado de incerteza quanto ao futuro, e atrelados a convenções dos mercados.

REFERÊNCIAS

BARBA, A. Rethinking Expansionary Fiscal Retrenchments. **Contributions to Political Economy**, n 20, p. 57- 86, 2001.

BLAUG, M. **The Quantity Theory of Money From Locke to Keynes and Friedman**, Aldershot; Edward Elgar, 1985.

CARVALHO, Fernando J. C. Mercado, Estado e Teoria Econômica. **Econômica**, junho, p. 9-25, 1999.

CARVALHO, Fernando J. C. On the nature and role of financial systems in Keynes's economics. **Journal of Post Keynesian Economics**, novembro, p. 287-307, 2016.

ROMER, C. D. The Debate That's Muting The Fed's Response, 2011. Disponível em: <<http://www.nytimes.com/2011/02/27/business/27view.html>>. Acesso em: 12 de novembro de 2016.

FRIEDMAN, M. : The Permanent Income Hypothesis, In: **A Theory of the Consumption Function**, Princeton University Press, p. 20-37, 1957.

FRIEDMAN, M. The role of monetary policy. **American Economic Review**, Vol. 58, p. 1-17, 1968.

GOODFRIEND, M. and KING, R.G. The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy, **NBER Macroeconomics Annual**, 1997.

HICKS, J.R. Mr. Keynes and the "Classics": A Suggested Interpretation, **Econometrica**, Abril, 1937.

KEYNES, J. M., The ex-ante theory of interest rates, **The Economic Journal**, Vol. 47, p. 663-669, 1937.

KEYNES, J.M., The General Theory of Employment, Interest and Money, **Adelaide: The University of Adelaide Library**, 2007.

KYDLAND, F.; PRESCOTT, E. Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. **The Journal of Political Economy**. Chicago, Vol. 85, n. 3, p 473-492, June, 1977.

MELLO, G.S.; CHILIATTO-LEITE, M.V. Contração fiscal reduz juros? Uma crítica keynesiano-marxista. In: IV Encontro da Associação Keynesiana Brasileira, 2011, Rio de Janeiro. **Anais do IV Encontro da Associação Keynesiana Brasileira**, 2011.

MINSKY, H.P., **John Maynard Keynes**, New York: Columbia University Press, 1975.

MODIGLIANI, F.; BRUMBER R.H., Utility analysis and the consumption function: an interpretation of cross-section data, **PostKeynesian Economics**, New Brunswick, NJ. Rutgers University Press. p. 388–436, 1954.

MUTH, J.F. Rational Expectations and the Theory of Price Movements, **Econometrica**, Julho, 1961.

LUCAS JR, R. E. Expectations and the Neutrality of Money. **Journal of Economic Theory**, 4, 1972, p 103-124.

SAMUELSON, P.A. **Economics**. 3rd ed. New York: McGraw-Hill, 1955.

SAY, J.-B. **A treatise on political economy**. New Brunswick, New Jersey: Transaction Publishers, 2001.

SERRANO, F.; BRAGA, J. O mito da contração fiscal expansionista nos EUA durante o governo Clinton. **Economia e Sociedade**, v. 15, n. 227, p. 213-239, 2006.

SNOWDON, B.; VANE, H. **Modern Macroeconomics: It's origins, development and current state**. Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2005.

VAGUE, R. W. Rapid Money Supply Growth Does Not Cause Inflation, **Private Debt Project**, 2016, Disponível em: <<http://www.privatedebtproject.org/view-articles.php?Rapid-Money-Supply-Growth-Does-Not-Cause-Inflation-28>> Acesso em: 10 novembro 2016.

WRAY, L. R. A Teoria do Dinheiro de Keynes: uma avaliação após 70 anos. **Revista de Economia**, v. 32, n. 2, 2006.